

COURS

LES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES

PLAN DU COURS

- I. AVANTAGES ET INCONVENIENTS D'UNE UNION MONETAIRE
- II. LA THEORIE DES ZONES MONETAIRES OPTIMALES DE ROBERT MUNDELL (1961)
 - A. L'OPTIMALITE PAR LA MOBILITE DES FACTEURS
 - B. L'OPTIMALITE PAR LA CONVERGENCE ECONOMIQUE
 - C. REMISE EN CAUSE DE LA TZMO ET NOUVEAUX APPORTS
- III. L'UNION MONETAIRE EUROPEENNE EST-ELLE UNE ZMO ?

MOTS CLÉS : union monétaire, intégration économique, chocs symétrique/asymétrique, zones monétaires optimales, convergence économique.

THÉORIES/AUTEURS : Béla Balassa (1961), Jérôme Trotignon, Robert Mundell (1961), John Ingram (1973), Ronald Mc Kinnon (1963), Peter Kenen (1969), Harry Johnson (1969), Paul Krugman (1991), Lionel Fontagné et Michael Freudenberg (1999), Jeffrey Frankel et Andrew Rose (1998), Michel Aglietta, Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej (2017), Barry Eichengreen (1991), Olivier Blanchard et Lawrence Katz (1992), Tamim Bayoumi et Barry Eichengreen (1993).

- Selon Béla Balassa (Théorie de l'intégration économique, 1961), il existe cinq degrés différents d'intégration économique.

zone de libre-échange union douanière marché commun union économique union monétaire

- Nous considérons ici uniquement les unions monétaires.

I. AVANTAGES ET INCONVENIENTS D'UNE UNION MONETAIRE

- Avantages
 - Disparition des risques de change et donc des coûts liés à la couverture de ces risques.
 - Disparition des coûts de transaction (coûts de conversion) liés à l'existence de plusieurs monnaies.
 - Gains d'information permis par l'unicité de la mesure monétaire (transparence parfaite du système de prix) : effet pro-compétitif.

⇒ Ce qui est sensé favoriser un accroissement du volume des échanges commerciaux et des IDE entre les différentes régions de la zone.

- Inconvénients
 - Renoncement à une politique monétaire autonome (triangle des incompatibilités de Robert Mundell) si taux de change fixe et parfaite mobilité des capitaux.
 - Perte du taux de change comme instrument d'ajustement conjoncturel. Ce coût est une fonction croissante du degré d'asymétrie des chocs qui touchent les pays. Ainsi, quand est-ce qu'une zone économique constitue une zone monétaire optimale ?
 - Théorie des zones monétaires optimales : « *Une zone monétaire optimale regroupe des pays qui parviennent à corriger leurs déséquilibres réels à l'intérieur d'un espace économique doté d'une unité monétaire commune (ou de plusieurs monnaies nationales convertibles entre elles à des taux de change définitivement fixés).* » Jérôme Trotignon.

II. LA THEORIE DES ZONES MONETAIRES OPTIMALES (ZMO) DE ROBERT MUNDELL, « OPTIMUM CURRENCY AREAS » (1961)

- La théorie des ZMO nous indique quelles sont les conditions économiques qui permettent à des régions d'une zone monétaire de contourner les inconvénients d'un taux de change fixe, tout en bénéficiant des gains apportés par la constitution de la zone monétaire.
 - Une zone monétaire sera tout d'abord optimale si, à la suite d'un choc asymétrique, le processus d'ajustement peut s'effectuer par la mobilité des facteurs de production (travail, capital) entre régions.
 - Une zone monétaire peut également être caractérisée d'optimale si les pays membres présentent des situations économiques appropriées et des évolutions économiques convergentes : degré d'ouverture, de diversification sectorielle des économies, l'aptitude à conduire des politiques économiques proches, l'harmonisation fiscale.
- Chocs symétriques/chocs asymétriques
 - Choc symétrique : qui touche tous les pays de la zone (non problématique : politiques économiques appropriées, notamment monétaire, sont alors identiques),
 - Choc asymétrique : qui concerne un seul pays (et qui n'a plus une propre politique monétaire et où l'instrument du taux de change a disparu).

A. L'OPTIMALITE PAR LA MOBILITE DES FACTEURS

- Robert Mundell (1961) : la flexibilité factorielle (notamment du travail).
 - Deux pays forment une ZMO si la mobilité du facteur travail à l'intérieur de la zone est plus forte qu'avec le reste du monde.
 - Exemple : un choc négatif en France et pas de choc en Allemagne. On ne peut pas mettre en place une politique monétaire expansionniste en France pour relancer l'économie car la politique monétaire n'est plus autonome. On ne peut alors constituer une ZMO...
 - Sauf si : En France, les salaires (et les prix) baissent sous l'effet de la récession. Les travailleurs français rationnels immigreront vers l'Allemagne (hypothèse de parfaite mobilité des facteurs de production...). L'offre de travail augmente en Allemagne, ce qui entraîne alors une baisse des salaires (et des prix) en Allemagne de sorte à compenser le différentiel de salaires (et de prix) entre France et Allemagne. Les salaires en France vont augmenter, permettant un rééquilibrage au niveau des salaires et des prix, relançant l'économie et donc permettant l'utilisation de la même politique monétaire entre les deux pays.

- La flexibilité des taux de salaire : l'augmentation du chômage par exemple dans un pays entraîne une baisse du salaire et donc des coûts salariaux dans ce pays, permettant alors d'accroître l'offre globale (et donc de réduire le chômage et accroître la production du pays concerné par le choc asymétrique).
 - Cela correspond en fait à une dépréciation réelle du taux de change : le taux de change n'a en fait plus d'importance en soi si les salaires sont flexibles (pas la peine dans ce cas d'avoir une parfaite mobilité des facteurs de production) : ils vont jouer alors le rôle de la variable d'ajustement.

- John Ingram (1973) : une forte intégration des marchés financiers et une mobilité élevée des capitaux.
 - Cela permet des transferts de capitaux financiers entre pays excédentaires et déficitaires en fonction de l'évolution des taux d'intérêts suite à des chocs asymétriques.
 - Exemple : un choc négatif en France va se traduire par une hausse du taux d'intérêt relativement au taux d'intérêt en vigueur en Allemagne (le pays est devenu plus

risqué). Les capitaux vont alors affluer d'Allemagne entraînant une baisse du taux d'intérêt en France et une hausse du taux d'intérêt en Allemagne.

B. L'OPTIMALITE PAR LA CONVERGENCE ECONOMIQUE DES ETATS

- Ronald McKinnon (1963) : ouverture des économies
 - Degré d'ouverture = fonction croissante du rapport entre les biens internationalement échangeables (importations et exportations) et les biens non échangeables.
 - Dans une économie ouverte, un risque d'appréciation du change (Allemagne par exemple) entraîne une diminution presque équivalente du prix des produits pouvant être exportés par rapport aux biens pouvant être importés (par la baisse de la demande de produits exportés échangeables devenus trop chers avec l'appréciation).
 - Ce qui a donc tendance à se répercuter sur l'ensemble des prix lorsque le degré d'ouverture est élevé (beaucoup de biens échangés).

- Peter Kenen (1969) : diversification sectorielle
 - En cas de chocs sectoriels, la production de plusieurs biens différents par les Etats permet de subir ces chocs sans perturber l'équilibre macroéconomique du pays.
 - Quand une économie est monoproduction, les chocs asymétriques posent d'autant plus problème.

- Harry Johnson (1969) : intégration fiscale
 - L'existence d'un budget fédéral et d'un système de transferts interrégionaux des régions bénéficiant d'une situation économique favorable vers les régions moins favorisées permet de réaliser l'ajustement face à un choc asymétrique.

C. REMISE EN CAUSE DE LA TZMO ET NOUVEAUX APPORTS

- Paul Krugman (1991) : prend le contre-pied des conclusions de Robert Mundell.
 - Modèle centre-périphérie : sous l'hypothèse d'une forte mobilité du travail, une intégration accrue entre différentes régions aboutit à une intensification de leurs spécialisations : polarisation industrielle dans les lieux où la concentration industrielle est initialement la plus forte.

- Cela contrevient à la diversification sectorielle nécessaire selon Peter Kenen.
 - Pour Michel Aglietta, la solution serait de mener une politique industrielle à l'échelle de l'espace intégré pour réduire les phénomènes de spécialisation sectorielle par pays, ou de maintenir la cohésion de la zone par un système de transferts entre les pays dans l'esprit du critère d'Harry Johnson.
- Lionel Fontagné et Michael Freudenberg (1999) : cela ne semble pas vérifié car le marché unique européen entraîne une spécialisation intra-branche non porteuse de chocs asymétriques car elle permet en fait plus grande diversification sectorielle.
- Jeffrey Frankel et Andrew Rose (The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, 1998) endogénéisent les critères de la ZMO.
 - Etude empirique du lien entre l'ouverture des économies et la symétrie des chocs (sur 30 ans pour 20 pays industrialisés).
 - Résultat : les pays entretenant des liens commerciaux étroits connaissent des cycles conjoncturels très corrélés ! Cela ne pose donc pas de problème. Il n'y aurait plus de chocs asymétriques dès lors que l'on se regroupe en Union monétaire (absence de risque de taux change) car celle-ci favorise l'intégration commerciale... Cela ne semble plus être le cas aujourd'hui.
- Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej (2017) : politique macro-prudentielle harmonisée, commune.

III. L'UNION MONETAIRE EUROPEENNE EST-ELLE UNE ZMO ?

- La mobilité du facteur travail : constat et conséquences
 - Barry Eichengreen (1991) : la mobilité du facteur travail et plus généralement la vitesse d'ajustement des marchés du travail (fréquence des embauches, des licenciements, ajustements salariaux) sont en Europe largement inférieures à celles observées en Amérique du Nord.
 - Zone monétaire européenne affichait donc un degré d'optimalité faible relativement aux unions monétaires d'Amérique du Nord (Olivier Blanchard et Lawrence Katz, 1992) MAIS d'après l'analyse de Paul Krugman (1991) : la faible

mobilité du travail qui la caractérise lui permet de limiter le risque de polarisation des activités au sein de la zone euro et donc de chocs spécifiques/asymétriques.

- Une flexibilité des salaires ? Les modes de formation des salaires en Europe ne semblent pas de nature à faciliter la résorption des déséquilibres spatiaux.
- Une symétrie des chocs ? Tamim Bayoumi et Barry Eichengreen (1993) : les chocs d'offre qui affectent l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, le Belgique et l'Autriche sont bien corrélés. A l'inverse, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et le Danemark sont perturbés par des chocs d'offre beaucoup plus importants et divergents.
- La mobilité du capital ? Certes, la mobilité du capital financier s'est accrue avec le développement de l'intégration économique mais l'absence d'harmonisation fiscale (notamment de la fiscalité de l'épargne et de la taxation du patrimoine) est de nature à perturber les déplacements de capital et donc à entraver les ajustements permis par ce biais.
- La question du fédéralisme budgétaire
 - Si, en 1977, le rapport McDougall insistait déjà sur la nécessité d'élever le budget communautaire de la CEE avant de se lancer dans la marche vers l'Union économique et monétaire, cela n'a pas été fait.
 - L'Union européenne ne s'est toujours pas donnée les moyens de procéder à des transferts budgétaires contra-cycliques pour amortir les chocs asymétriques, sauf très récemment avec la mise en place des corona bonds (mais réservés pour le moment à la gestion de la crise sanitaire).
- Mais le degré d'ouverture des économies européennes est important
 - Le commerce intra-communautaire est très important : primauté du commerce intra-branche, avec une différenciation verticale croissante. Au sens de McKinnon, l'Union se rapproche donc d'une ZMO.
- Diversification des productions ?
 - Insuffisamment rempli par certains petits pays (haut degré de spécialisation dans les activités agricoles et de haute technologie pour l'Irlande, secteur du bois-papier et de l'électronique pour la Finlande).

- Mais pour les autres pays, la diversification semble être à un niveau satisfaisant.
- ⇒ Aucun verdict favorable ou défavorable à l'unification monétaire européenne ne ressort des théories des ZMO. Si l'on s'en tient aux analyses de Robert Mundell, alors c'est peut-être une décision mal fondée économiquement. Si en revanche on retient les critères de Ronald McKinnon et de Peter Kenen, la zone monétaire européenne peut être qualifiée de pertinente.