

Résumé de thèse

« *Politiques macroéconomiques et disparités régionales dans la zone euro* »

Cristina Semenescu-Badarau

La zone euro est largement reconnue comme une union monétaire hétérogène, qui rassemble des pays structurellement différents, touchés par des chocs asymétriques. Par conséquent, les besoins de stabilisation ne sont pas les mêmes pour les pays membres. Pour y répondre, la zone euro a fait le choix de combiner une politique monétaire commune avec des politiques budgétaires nationales, dont la responsabilité incombe aux gouvernements des états membres.

Dans cette configuration, la politique monétaire commune, déléguée à la Banque Centrale Européenne (BCE), est orientée vers la stabilisation des agrégats moyens de l'union. Conformément à son statut¹, l'objectif principal de la BCE est « *de maintenir la stabilité des prix* ». « *Sans préjudice à l'objectif de stabilité des prix* », elle « *apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'union* », en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'union, définis par : « *le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement* »².

Les politiques budgétaires, elles, sont responsables de l'évolution des agrégats nationaux. Chaque gouvernement doit assurer la bonne allocation des dépenses publiques dans l'économie pour renforcer la croissance, tout en respectant les règles de discipline budgétaires imposées dans l'union (voir le *Pacte de Stabilité et de Croissance*, de plus en plus difficile à respecter dans le contexte actuel) : « *Le renforcement du potentiel de croissance et la garantie de situations budgétaires saines forment les deux piliers sur lesquels repose la politique économique et budgétaire de l'union et des États membres* »³.

Vu dans l'ensemble, le rôle de cette configuration de politiques économiques était de réduire progressivement les asymétries dans l'Union (afin d'accroître les bénéfices de la politique commune), d'assurer une croissance économique soutenable et un faible taux de chômage, dans un environnement non-inflationniste.

¹ Voir le *Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne*, Art. 127, soit l'Article 105 du *Traité instituant la Communauté Européenne*.

² L'Art. 3 du *Traité sur l'Union Européenne* fait référence à ces objectifs.

³ Voir l'Art. 126 du *Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne*.

Contrairement aux attentes, les réalisations n'ont pas été très encourageantes. Malgré la stabilité des prix sur l'ensemble de l'Union, les divergences d'inflation et de revenu persistent dans la zone et, sur les dix ans passés d'union monétaire, l'activité économique a été nettement moins dynamique que prévu. Le disfonctionnement du système de politique économique européenne est souvent invoqué comme cause potentielle de telles évolutions (Aghion & al., 2006), d'où l'intérêt de nouvelles études sur la conduite des politiques macroéconomiques en union hétérogène.

La présence des chocs idiosyncratiques pourrait sans doute expliquer des divergences nationales de court terme, mais leur persistance dans le temps dépasse le simple caractère conjoncturel. Elle tient plutôt aux particularités structurelles des pays membres qui affectent la transmission des chocs communs à l'intérieur de l'Union. Il s'agit ici d'une *hétérogénéité structurelle* (et non pas seulement conjoncturelle) qui demande à être considérée plus attentivement dans les modèles théoriques d'étude des politiques économiques.

La présente thèse a pour objet de revenir sur la question de la conduite des politiques monétaires et budgétaires en union asymétrique, en incluant dans l'analyse des éléments d'hétérogénéité structurelle. Diverses techniques de modélisation ont été mobilisées dans ce but : l'analyse statique combinée à des éléments de théorie des jeux dans un modèle à la Barro-Gordon, l'analyse dynamique en temps continu dans un modèle néo-keynésien, ou encore en temps discret dans un cadre d'équilibre général stochastique (*DSGE Dynamic Stochastic General Equilibrium*). Pour mieux définir le rôle des différentes autorités dans la gestion des disparités nationales, des stratégies alternatives de décision ont été évaluées pour la banque centrale et pour les gouvernements nationaux, dans un cadre de policy-mix proche de celui décrit par les Traités de l'Union Européenne.

Après avoir dressé un *bilan empirique sur l'hétérogénéité de la zone euro* et ses causes principales, dans le premier chapitre de thèse, les travaux réalisés se sont concentrés autour de deux axes principaux de recherche. Etant donné le rôle particulier joué par la banque centrale commune dans une union monétaire, un premier axe est focalisé sur *l'analyse de la politique monétaire dans une union asymétrique* (chapitre 2). L'étude du policy-mix constitue le second grand axe de recherche, orienté vers *l'analyse du rôle des différentes politiques (monétaire et budgétaires) dans la gestion des divergences nationales* (chapitres 3 et 4).

Déterminer le rôle des diverses politiques face aux disparités demande une étude préalable attentive de l'ampleur et de l'origine des asymétries. En septembre 2005, José Manuel González-Páramo, membre du Comité Exécutif de la BCE attirait l'attention sur ce point, lors d'une conférence concernant le rôle des gouvernements dans le développement économique régional. Selon lui, la distinction entre *asymétries structurelles* et *hétérogénéité conjoncturelle* est cruciale en termes d'implications politiques : « *Si des variations dans l'activité économique entre des pays avec institutions, structures économiques et politiques différentes sont provoquées par des causes*

communes, l'utilisation des politiques nationales et régionales pour contrer ces variations peut être inefficace. D'un autre côté, si les asymétries résultent de chocs idiosyncratiques, des politiques nationales orientées vers l'activité peuvent jouer un rôle important ».

Partant de cette remarque, le **premier chapitre** de thèse dresse un bilan des divergences nationales dans l'UEM, après dix ans de politique monétaire commune. Une analyse statistique sur données nationales, recueillies après 1999 dans la zone euro, permet d'illustrer les principales caractéristiques des asymétries dans cette région.

Il est tout d'abord montré que les différentiels de performances économiques perdurent entre les Etats membres de l'UEM et que le problème deviendrait encore plus inquiétant dans un contexte d'élargissement de l'Union vers les *Pays de l'Europe Centrale et Orientale (PECO)*. Dans ce cadre, une attention particulière être accordée aux indicateurs d'inflation et de revenu, étant donné leur intérêt stratégique dans la conduite des politiques économiques. Le niveau relativement stable des divergences réelles et nominales depuis l'introduction de la monnaie unique, et surtout leur persistance dans le temps, sont les principaux faits stylisés de l'analyse.

Les enseignements de la littérature empirique analysant l'origine des asymétries dans la zone euro sont alors recueillis pour mieux comprendre ces faits. A côté de facteurs conjoncturels, il existe bien une forte composante structurelle des disparités nationales dans l'UEM. Elle explique la persistance des divergences dans le temps, et affecte les mécanismes de propagation des chocs. Elle devient dangereuse et demande une attention accrue de la part de toutes les autorités macroéconomiques. En effet, la conduite d'une politique monétaire commune, fondée uniquement sur l'analyse des agrégats moyens de l'union, induit des effets asymétriques entre les pays membres. Cela contribue à amplifier les disparités nationales, qui deviennent plus difficiles à gérer par les Etats membres.

La dernière partie du chapitre vérifie l'hypothèse que l'hétérogénéité structurelle induit l'asymétrie de la transmission des impulsions monétaires dans la zone euro. Elle passe en revue les différentes méthodes utilisées dans la littérature pour évaluer cette asymétrie et fait un état de lieux des principaux travaux empiriques sur le sujet. Quelles que soient les techniques employées, la transmission hétérogène de la politique monétaire commune dans l'UEM est largement acceptée.

Le bilan réalisé dans ce premier chapitre confirme clairement la présence de divergences d'inflation et de revenu dans la zone euro. Leurs origines, conjoncturelles (manifestation des chocs idiosyncratiques) et notamment structurelles (affectant les mécanismes de transmission des chocs communs), demandent à être prises en compte dans les décisions de politique économique de l'Union.

Trois essais théoriques d'analyse des politiques monétaire et/ou budgétaires sont développés par la suite, en accord avec les deux axes de recherche définis précédemment. L'hétérogénéité structurelle, introduite par la transmission asymétrique du taux d'intérêt commun vers les économies

nationales, détient une place centrale dans l'analyse. Le rôle des divergences de revenu et des divergences d'inflation dans l'Union sera également discuté. Les chapitres 2, 3 et 4 de cette thèse décrivent en détail ces exercices de modélisation.

Le **deuxième chapitre** propose une étude de la politique monétaire en Union asymétrique. Comme discuté plus haut, la mission principale de la banque centrale dans la zone euro est d'assurer la stabilité des prix. Cet objectif traduit une stabilité des prix au niveau global de l'Union et il ne concerne pas les variables nationales. Cette position apparaissait clairement exprimée dans la déclaration officielle qui suivait la réunion de Conseil des Gouverneurs de la BCE, le 5 mars 2000 : « *chaque membre du Conseil des Gouverneurs doit comprendre qu'il n'est plus le représentant d'un seul pays (...), mais agit (...) en décidant la conduite appropriée de la politique monétaire pour la zone Euro dans son ensemble* ». En 2007, le vice président de la BCE reconfirmait cette orientation de la politique monétaire commune :

« Needless to say, but I will say it anyway to make it abundantly clear, the single monetary policy cannot address [...] growth and inflation divergences in individual countries. And since it cannot do it, it should not attempt to do it and it will not do it. However, by ensuring the preservation of price stability in the euro area as a whole, it can help guide and anchor inflation expectations to price stability in all euro area countries and thus help consumers and firms to take appropriate economic decisions » (Lucas Papademos, le 7 septembre 2007).

Cependant, l'optimalité d'une telle politique « centralisée » a été souvent remise en cause, lorsque des asymétries structurelles existent dans la transmission des chocs à l'intérieur de l'Union. La prise en compte de l'information nationale dans les décisions de politique commune domine la solution « *centralisée* », dans ce cas. Elle apparaît comme une situation optimale pour *Gros & Hefeker (2002)* ou *De Grauwe & SÉNégas (2004, 2006)*, par exemple. La suggestion serait d'utiliser une fonction « objectif » pour la politique monétaire commune, définie par une moyenne des fonctions de perte nationales. Le résultat de cette politique conduirait à une solution « *coopérative* », optimale du point de vue du bien-être de l'Union.

Dans cette thèse nous nous interrogeons sur les bénéfices éventuels de la prise en compte des divergences nationales dans la stratégie de politique monétaire commune, pour la zone euro. Nous proposons une extension des travaux antérieurs, en construisant un modèle plus complet, qui rassemble hétérogénéité structurelle et asymétrie des chocs, dans une union caractérisée par des divergences d'inflation et de revenu. On se place dans un cadre d'analyse traditionnel à la Barro-Gordon, expliqué par des fondements microéconomiques. A travers ce modèle, le résultat principal de la littérature est confirmé : un régime monétaire « *coopératif* » serait préférable au régime « *centralisé* ». On montre, en particulier, que ce régime « *coopératif* » demande à la banque centrale d'être moins réactive aux chocs symétriques et de réagir davantage aux chocs asymétriques dans l'Union, comparativement à son comportement « *centralisé* ».

Si l'intégration de l'information nationale dans la politique monétaire de la zone euro semble bénéfique, sa mise en œuvre n'a pas de solution immédiate. Transformer la fonction de perte simple de la stratégie monétaire « *centralisée* », dans un objectif « *coopératif* » beaucoup plus complexe (calculé sur la base de l'ensemble des fonctions de perte nationales), serait inadapté pour répondre au besoin de transparence de la politique monétaire.

On cherche alors une solution alternative, à l'aide d'un jeu standard défini entre la banque centrale et les différents agents de l'Union. Le modèle met en lumière une manière simple et transparente de prendre en compte l'information nationale dans la conduite de la politique monétaire en Union asymétrique. Elle apparaît sous la forme d'un « *contrat optimal* » pour la politique monétaire, qui pénalise la banque centrale pour les divergences d'inflation *et* de revenu dans l'Union. Il induit une certaine aversion de l'autorité monétaire pour les divergences nationales dans la zone, et traduit, en pratique, l'existence de cibles de divergences dans la liste d'objectifs de la politique monétaire. Le modèle montre, en particulier, que si la banque centrale est hostile uniquement aux différentiels d'inflation dans l'Union, sans être concernée par les divergences de revenu, sa politique n'est pas forcément meilleure qu'une politique purement *centralisée*. Ce résultat peut être intéressant pour la zone euro, au sens où la BCE semble plus concernée par les évolutions des prix que par les divergences de revenu dans l'Union⁴.

Mais, la politique monétaire, quelle que soit la stratégie de décision adoptée, est par définition commune à tous les pays membres. Ses compétences dans la gestion des asymétries nationales sont donc très limitées. Selon la position des autorités européennes, la gestion des divergences reviendrait plutôt aux politiques nationales. Si la politique monétaire est *centralisée* en Europe, les politiques budgétaires restent sous la responsabilité des gouvernements nationaux. Dans cet esprit, les deux derniers chapitres de cette thèse poursuivent le *second axe de recherche* et analysent conjointement les politiques monétaires et budgétaires dans une Union hétérogène. Deux aspects ont été plus particulièrement étudiés : (i) le premier concerne *l'effet de long terme du policy-mix dans une union ouverte et la capacité potentielle à soutenir l'activité réelle, tout en maintenant la stabilité des prix* (chapitre 3) ; (ii) le second fait référence à *la capacité des différentes stratégies de policy-mix à stabiliser des chocs conjoncturels dans une union asymétrique* (chapitre 4).

Le cadre théorique du **troisième chapitre** se rapproche du contexte de la zone euro. Il y est supposé que la banque centrale conduit une politique monétaire *centralisée* et cherche à stabiliser les agrégats moyens de l'union. Malgré la présence d'asymétries structurelles dans le modèle, la politique monétaire ne tient pas compte des divergences nationales. Celles-ci restent intégralement à

⁴ Le 19 septembre 2005, J.M.González-Páramo attirait l'attention sur le fait que, en maintenant les taux d'inflation proches de la limite supérieure de la définition de la stabilité des prix, la BCE montre clairement qu'elle ne reste pas indifférente aux différentiels d'inflation dans les pays de l'Union. Quant aux asymétries de produit, elles sont moins importantes du point de vue de la conduite de la politique commune, selon son discours.

la charge des gouvernements nationaux. En conformité avec la conduite décentralisée des politiques budgétaires dans la zone euro, on introduit également des primes de risque individuelles sur la dette des gouvernements nationaux. Cela permet de distinguer la fiscalité et l'endettement comme sources de financement des dépenses publiques nationales.

Le modèle employé concerne une Union monétaire à deux pays, ouverte au reste du monde, avec asymétries de la transmission du taux d'intérêt commun sur la demande nationale. Il se situe dans un cadre néo-keynesien, modifié pour intégrer une règle monétaire de taux d'intérêt dans l'analyse. Deux orientations de la recherche en macroéconomie se croisent dans ce modèle. La première concerne le passage d'une politique monétaire de « masse » (la traditionnelle courbe *LM*) vers une politique de « taux » d'intérêt, plus rationnelle et plus conforme au comportement actuel des banques centrales⁵. La seconde orientation fait référence au passage d'un cadre statique vers un cadre dynamique simple d'analyse des politiques économiques (*Clausen & Wohltmann, 2005*). Des outils de l'analyse dynamique en temps continu sont mobilisés pour étudier la transmission des politiques économiques dans le contexte du policy-mix.

Comme premier résultat, ce chapitre 3 met en évidence la capacité de la politique budgétaire à stimuler durablement le produit de l'union, alors qu'à long terme il y a neutralité de la politique monétaire sur cette variable. C'est un résultat similaire à celui de *Clausen & Wohltmann (2005)*, mais la particularité du modèle est ici de proposer une analyse des effets des politiques économiques dans une union où la banque centrale suit une règle de taux d'intérêt centralisée, alors que les décisions budgétaires sont décentralisées. Il s'agit plus explicitement de remplacer la politique monétaire de « masse » dans le modèle de *Clausen & Wohltmann (2005)* par une politique de « taux », dans l'étude de chocs monétaires et budgétaires en union asymétrique. Quant à la question du financement des dépenses publiques nationales, il est particulièrement montré que l'endettement public peut renverser la dynamique des chocs budgétaires. L'intervention par dépenses publiques additionnelles devient ainsi contreproductive dans un régime de surendettement.

Appliqué à une union monétaire avec niveau d'endettement moyen, le modèle identifie un policy-mix optimal qui assure la stabilité des prix et stimule l'activité réelle dans chaque pays membre et sur l'ensemble de l'union. Il demande une coopération étroite entre l'autorité monétaire et les gouvernements nationaux, basée sur le choix concerté des cibles d'activité réelle. Il implique aussi la coordination des politiques budgétaires à travers un système de règles individuelles qui tiennent compte des particularités structurelles de chaque pays.

Si la banque centrale choisit sa politique indépendamment du comportement des gouvernements nationaux (cas de la zone euro, par exemple), l'optimum n'est pas atteint. Le modèle favorise une configuration dans laquelle la politique monétaire suit un objectif principal de stabilité

⁵ C'est la voie ouverte par *Romer (2000)*, et développée ensuite par *Pollin (2003)*, *Villieu (2004)*, *Bofinger & al. (2006)* ou *Carlin & Soskice (2006)*, par exemple.

des prix, alors que les autorités nationales coordonnent leurs politiques pour gérer les effets de l'asymétrie structurelle dans l'union.

Or, si dans l'analyse précédente, le rôle des gouvernements nationaux à stabiliser les effets des asymétries est mis en relation avec la transmission des chocs permanents, il reste le problème de la stabilisation des chocs conjoncturels.

Le **dernier chapitre** de cette thèse analyse le rôle des autorités monétaires et budgétaires dans la stabilisation des chocs conjoncturels, en union hétérogène. L'asymétrie qui nous intéresse est toujours structurelle et elle est cette fois particulièrement introduite au niveau des systèmes bancaires nationaux. On suppose ainsi que, lorsqu'un choc affecte l'Union, il peut se propager différemment dans les pays membres, à cause de l'hétérogénéité financière.

Le rôle des structures financières nationales dans la transmission des chocs a été largement discuté dans la littérature. Il est notamment analysé dans le cadre de la conduite d'une politique monétaire commune dans l'Union. Mais, les asymétries financières influencent également la propagation de tout autre choc qui affecte la situation financière des agents de l'économie. C'est le résultat des modèles d'*accélérateur financier*, qui font apparaître le canal du bilan des firmes, respectivement du capital bancaire, dans la transmission des chocs⁶. On s'intéresse ici plus particulièrement à une potentielle manifestation asymétrique du canal du capital bancaire en Europe.

Dans un premier temps, la pertinence de cette hypothèse est étudiée empiriquement. Des indicateurs nationaux susceptibles d'influencer la transmission des chocs par ce canal sont ainsi mobilisés dans une *Analyse en Composantes Principales (ACP)*. Le degré de concentration et de compétitivité dans le secteur bancaire, la structure du bilan des banques, la profitabilité et la liquidité bancaire, l'importance d'autres marchés financiers dans l'économie comme substituts au crédit bancaire, l'existence de relations étroites entre les banques nationales ou encore la dépendance des agents domestiques du crédit bancaire, constituent des informations prises en compte dans l'analyse. L'étude concerne neuf pays européens et utilise des données nationales collectées après 1999. Elle montre que l'asymétrie du canal du bilan bancaire pourrait jouer un rôle important pour la zone euro, car elle touche les plus grands pays européens. L'incidence de ce canal apparaît plutôt faible dans des pays comme la France ou l'Espagne, alors qu'elle serait plutôt grande en Allemagne ou Italie.

Sur la base de cette intuition, un dernier exercice de modélisation est proposé. Il s'agit de l'utilisation d'un modèle d'équilibre général stochastique dynamique (*DSGE*) d'Union à deux pays, avec des structures bancaires hétérogènes, construit de manière à évaluer les avantages et les coûts des différentes stratégies de politique monétaire et budgétaire.

⁶ Voir *Bernanke & al. (1999)* pour une analyse du canal du bilan des firmes, ou *Levieuge (2009)*, *Sunirand (2003)*, *Van del Heuven (2006)* et *Gerali & al. (2008)* pour des discussions sur le rôle des structures bancaires à influencer la transmission des chocs.

Le travail réalisé étend la littérature précédente sur les modèles d'accélérateur financier dans deux directions. Tout d'abord, une modélisation explicite des imperfections sur le marché du crédit bancaire permet de comprendre la façon dont le canal du bilan des banques peut influencer la transmission des chocs communs dans l'Union. Elle aide à construire un modèle *DSGE* d'Union monétaire hétérogène, avec fondements microéconomiques des asymétries des secteurs bancaires nationaux. Dans la littérature, le travail le plus proche de cet exercice est celui de *Gilchrist & al. (2002)*. Ils réalisent le passage vers un modèle d'accélérateur financier en Union monétaire, mais analysent uniquement le canal du bilan des firmes. De plus, si leur intérêt porte sur le rôle d'un accélérateur financier symétrique lors du passage à une Union monétaire, la discussion sur l'hétérogénéité de ce mécanisme est très brièvement abordée. Comme seconde contribution, nous montrons que le modèle d'Union monétaire avec mécanismes d'accélérateurs financiers asymétriques peut être utilisé pour évaluer le comportement des autorités dans la stabilisation des chocs conjoncturels. Dans le cadre de cette thèse, cette application permet d'approfondir les résultats des chapitres précédents, concernant la définition des politiques monétaires et budgétaires en Union hétérogène.

En conformité avec les statuts de la *BCE* et des gouvernements nationaux dans la zone euro, on favorise une configuration de jeu séquentiel dans lequel la banque centrale choisit sa politique, sans subir l'influence d'aucun autre organisme de l'Union. Elle a une position de leader et suit un objectif uniquement orienté vers la stabilité des prix. Les gouvernements nationaux sont des suiveurs et mènent leur activité dans le contexte monétaire imposé par la banque centrale.

On compare tout d'abord le comportement de la banque centrale, envers la stabilisation des chocs dans l'Union, sous différentes stratégies monétaires alternatives : *ciblage d'inflation strict* ou *flexible*, avec ou sans prise en compte des divergences nationales. Comme dans le deuxième chapitre de la thèse, l'introduction des divergences nationales dans la fonction de perte de la banque centrale conduit systématiquement à une politique monétaire commune moins réactive aux chocs symétriques et plus réactive aux chocs asymétriques.

On s'appuie ensuite sur une politique monétaire de ciblage strict d'inflation (dans laquelle la banque centrale suit un objectif unique de stabilité des prix), pour introduire dans l'analyse le rôle des gouvernements nationaux dans la stabilisation des chocs symétriques. Deux régimes budgétaires seront ainsi discutés : un régime de *conduite autonome des politiques budgétaires* par les gouvernements nationaux et un *régime de coopération* entre gouvernements en matière de politique budgétaire.

L'évaluation des différentes stratégies monétaires et budgétaires par un critère prédéfini de bien-être social de l'Union montre que, indépendamment du régime budgétaire employé, le fait que la banque centrale s'intéresse aux divergences d'inflation dans l'Union conduit à une perte de bien-être social. Le modèle met ainsi en avant les bénéfices d'une politique monétaire « *centralisée* », exclusivement orientée vers la stabilité globale des prix dans l'Union, par rapport à une politique qui

prête attention aux divergences nationales d'inflation. Ce résultat confirme la conclusion du deuxième chapitre de cette thèse : prendre en compte les différentiels d'inflation dans la zone pour les décisions de politique commune et ignorer les divergences de revenu ne constitue pas forcément une alternative viable à la politique monétaire « *centralisée* ».

La gestion des asymétries induites par la transmission des chocs reste entièrement à la charge des gouvernements nationaux. Dans le contexte d'une stratégie globale de conduite des politiques nationales, où les gouvernements sont symétriquement concernés par la stabilisation du produit, de l'inflation *et* des variables budgétaires, la conduite autonome des politiques fournit une solution acceptable. En accord avec le résultat du chapitre 3, elle produit un système de règles budgétaires individuelles selon lesquelles le pays le plus sensible aux chocs est doté d'un gouvernement plus réactif, afin de stabiliser les variables nationales.

Quant à la coopération budgétaire, elle ne constitue pas forcément une alternative meilleure à la conduite autonome des politiques budgétaires. Elle génère une stabilisation plus forte des variables budgétaires dans l'Union, mais cela se fait au détriment de la stabilité de l'activité réelle et de l'inflation dans tous les pays membres. Comme dans *Rogoff (1985)*, par exemple, la coopération entre autorités nationales risque d'être contreproductive pour les pays membres et peut même nuire au bien-être social de l'Union.

Synthèse des résultats de la thèse

(i) Une politique monétaire commune orientée vers la réduction des divergences nationales apparaît bénéfique dans une union hétérogène, mais uniquement si la banque centrale est hostile simultanément aux divergences d'inflation *et* de revenu. L'intérêt de la banque centrale pour les seules divergences d'inflation peut être contreproductif.

(ii) Les politiques budgétaires restent les principaux outils pour réduire les disparités. Leur conduite devrait se faire dans un cadre coordonné, qui tient compte des asymétries structurelles dans l'union. La solution pourrait venir de la conduite autonome des politiques nationales suivant une stratégie budgétaire commune qui définit les objectifs de stabilisation de la politique budgétaire et leur poids relatifs dans les fonctions de perte nationales.

Références citées dans le texte

- Aghion, P., Cohen, E. & J. Pisani-Ferry (2006), "Politique économique et croissance en Europe", Rapport du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation française, Paris, 2006
- Bernanke, B., Gertler, M. & S. Gilchrist (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", publié dans "Handbook of Macroeconomics" (Taylor J.B. & M. Woodford), Volum 1, North-Holland
- Bofinger, P., Mayer, E. & T. Wollmershäuser (2006), "The BMW Model: A New Framework for Teaching Monetary Economics", Journal of Economic Education, Winter 2006, 98-117
- Carlin, W. & D. Soskice (2006), "Macroeconomics: Imperfections, Institutions & Policies", Oxford University Press
- Clausen, V. & H-W. Wohltmann (2005), "Monetary and fiscal policy dynamics in an asymmetric Monetary Union", Journal of International Money and Finance 24, 139-167
- Gerali, A., Neri, S., Sessa, L. & F.M. Signoretti (2008), "Credit and Banking in a DSGE Model", ECB Conference on Financial Markets and Macroeconomic Stability, 15-16 Dec. 2008, Frankfurt am Main
- Gilchrist, S., Hirault, J-O et H. Kempf (2002), "Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union", ECB Working Paper No. 175
- De Grauwe, P. & A. Senegas (2006), "Monetary policy design and transmission asymmetry in EMU: Does uncertainty matter?", European Journal of Political Economy 22, 787-808
- De Grauwe, P. & A. Senegas (2004), "Monetary policy transmission asymmetries: some Implications for EMU and its Enlargement", Journal of Common Market Studies 42 (4), 775-773
- Gros, D. & C. Hefeker (2002), "One size must fit all: National divergences in a Monetary Union", German Economy Review, 3 (3), 1-16
- Levieuge G. (2009), "The Bank Capital Channel and Counter-Cyclical Prudential Regulation in a DSGE model", Louvain Economic Review, 75(4).
- Pollin, J.P. (2003), "Une macroéconomie sans LM: quelques propositions complémentaires", Revue d'Economie Politique, 113 (3), 273-293
- Rogoff, K. (1985), "Can International Monetary Policy Cooperation be Counterproductive?", Journal of International Economics, 18, 199-217
- Romer, D. (2000), "Keynesian macroeconomics without the LM curve", Journal of Economic Perspectives, Spring, 149-169
- Sunirand, P. (2003), "The role of bank capital and the transmission mechanism of monetary policy", Financial Markets Group Discussion Papers No. 433
- Van den Heuvel, S. (2006), "The bank capital channel of monetary policy", 2006 Meeting Papers from Society for Economic Dynamics, No. 512
- Villieu, P. (2004), "Un modèle de synthèse pour l'étude des politiques conjoncturelles", Revue d'Economie Politique, 114 (3), 289-322.