

DOMINIQUE PELLISSIER<sup>1</sup>

# AUTRICHE : LA POLITIQUE DU SCHILLING FORT

La « politique de monnaie forte » menée par l'Autriche depuis 1974 est un cas intéressant d'une petite économie ouverte qui, unilatéralement, décide de lier sa monnaie à celle d'une grande économie par un taux de change fixe. Dans la perspective du projet d'Union économique et monétaire en Europe, ce cas mérite d'être examiné car, à la condition qu'il soit transposable, il met en lumière les conditions requises pour qu'une telle union soit viable à long terme. L'évaluation de ce cas est réalisée ici au moyen du concept de zone monétaire optimale sous ses deux formes principales définies en leur temps par Mundell et McKinnon.

Nous décrivons d'abord le modèle autrichien de politique économique appelé « austro-keynésianisme ». Ce modèle est construit sur trois éléments : la politique de monnaie forte, le partenariat social, l'utilisation du budget de l'État pour stabiliser la conjoncture et pour appliquer une politique industrielle. Les deux premiers éléments sont indissociables et constituent l'origina-

lité du modèle où l'homogénéité des préférences, rendue possible par le partenariat social, concourt à la réalisation de la politique de monnaie forte. Le troisième et dernier élément en revanche est touché par la crise des finances publiques. Ainsi, l'effet attendu de la variation du solde budgétaire structurel sur l'écart de production entre le PIB observé et le PIB potentiel n'est pas observable ou reste faible alors que, sur le plan financier, il y a une dégradation des finances publiques qui compromet la réalisation des critères de convergence prévus dans le traité de Maastricht, relatifs au solde budgétaire et à l'endettement.

Puis, en utilisant les critères issus de la théorie de la zone monétaire optimale, nous recherchons quelles sont les causes du succès de la politique de monnaie forte menée conjointement avec la pratique du partenariat social. Outre le degré d'ouverture sur l'extérieur et la diversification des activités, l'optique est de privilégier un critère de convergence et d'homogénéité des préférences en matière d'inflation. L'Allemagne

1. Dominique Pellissier est maître de conférences en sciences économiques. L'auteur appartient au Laboratoire de statistique appliquée à la recherche économique (URA CNRS 1167) de l'université de Nancy-II.

Une première version de ce texte a été présentée aux XII<sup>es</sup> journées internationales d'économie monétaire et bancaire (Nancy, 15 juin 1995). L'auteur remercie pour leur aide : Véronique Flatz de l'Ambassade d'Autriche, Norbert Schuh représentant de la Banque Nationale d'Autriche près l'OCDE ; Niels Thygesen pour ses remarques ; les participants à l'atelier « Problèmes monétaires européens » du Greco - Cnrs « Monnaie & financement » animé par Michel Lelart ; les deux référés anonymes pour leurs commentaires et critiques. Il reste responsable des erreurs qui subsistent.

et l'Autriche ayant connu l'hyper-inflation en 1922-23, mais aussi les conséquences sociales et politiques de celle-ci, la recherche d'un ordre monétaire est vue comme le moyen d'empêcher le désordre social. Réciproquement, le partenariat social, défini comme une négociation salariale centralisée entre le syndicat et le patronat (« macro-corporatisme »), garantit la paix sociale et une certaine flexibilité du salaire réel. Sur ce dernier point, nous avons estimé un rapport entre, d'une part,

l'élasticité du salaire nominal par rapport au taux de chômage, et d'autre part, l'élasticité du salaire nominal par rapport au taux d'inflation. Ce rapport montre que la flexibilité du salaire réel est plus élevée en Autriche qu'en Allemagne. Replacé dans la problématique de la zone monétaire optimale, ce résultat signifie qu'en l'absence de mobilité de la main-d'œuvre entre les pays, la flexibilité assure la pérennité de l'ancrage monétaire du petit pays sur le grand.

**D**epuis le 1<sup>er</sup> janvier 1995, l'Autriche fait partie de l'Union européenne. Bien que le schilling (ATS) ne fasse pas partie du panier de monnaies européennes en raison du gel du panier depuis 1994, cette monnaie a, depuis 1974, la particularité d'être liée au mark (DEM) par une parité quasi-fixe en raison de la volonté des responsables de la politique économique (*die Hartwährungspolitik* ou « politique de monnaie forte »), volonté unilatérale, puisque l'Allemagne n'a jamais pris position officiellement sur cet objectif de politique monétaire de l'Autriche. On est donc en présence d'une petite économie qui choisit délibérément de subordonner sa politique monétaire à celle d'une grande économie.

Cette expérience mérite d'être étudiée à deux égards. D'abord, dans la perspective du projet d'UEM prévu par le traité de Maastricht, elle en est une maquette, au moins dans une phase préalable où les taux de change sont durablement fixes. Jusqu'à quel point cette expérience est-elle transposable à d'autres pays, en particulier entre la France et l'Allemagne dans le cadre d'un *coup de force* monétaire<sup>2</sup> pour relancer l'UEM, si les circonstances l'exigeraient ? Puis, pour apprécier le degré d'autonomie de la politique budgétaire et monétaire, quand un objectif de taux de change fixe a été défini préalablement.

Quelles leçons peut-on en tirer pour l'UEM et ses critères de convergence ? Pour évaluer cette expérience, la référence théorique sera celle de la zone monétaire optimale (ZMO). Ce choix se justifie en posant *a priori* qu'il n'est pas concevable d'avoir une UEM viable à long terme sans qu'une politique économique spécifique et des critères communs soient respectés. Tout au plus, est-il concevable qu'une UEM en formation soit d'abord une simple zone monétaire (ZM) fonctionnant, par exemple, comme un office monétaire (*currency board*)<sup>3</sup>. Dans ce cas, l'office monétaire crée une transition vers l'UEM. C'est ainsi que l'expérience autrichienne doit être observée : d'une ZM vers une ZMO, d'un office monétaire vers une UEM.

La notion d'optimum renvoie à deux interprétations possibles et complémen-

2. « Vers un coup de force franco-allemand ? », *Le Monde* du 18/01/1996.

3. L'office monétaire fixe un taux de change vis-à-vis d'une monnaie de réserve et la banque centrale limite la création de base monétaire (billets émis + comptes courants des banques) aux seules rentrées de devises.

taires de la ZMO. La première est une interprétation relative à la politique économique conforme à la définition de McKinnon : « Optimum est utilisé ici pour décrire une zone monétaire unique au sein de laquelle une politique monétaire-budgétaire et des taux de change externes flexibles peuvent être utilisés pour donner la meilleure solution aux trois objectifs (parfois en conflit) : i) le maintien du plein emploi ; ii) le maintien de paiements internationaux équilibrés ; iii) le maintien d'un niveau de prix moyen stable », (1963, p.717). Ce sont donc trois objectifs qui sont visés en utilisant, conformément à la règle de Tinbergen, trois instruments : solde budgétaire, taux d'intérêt et taux de change. La deuxième interprétation, plus globale, est née avec Mundell (1961) et elle permet de décrire un espace géographique composé de pays respectant des critères précis d'appartenance comme la mobilité de la main-d'œuvre, le degré d'ouverture sur l'extérieur, la diversification des activités.

Ces deux interprétations permettent d'aborder un cas de politique monétaire sous un aspect original en examinant dans une première partie le *policy mix* propre à l'Autriche, marqué par « l'austro-keynésianisme ». Puis, dans une seconde partie, une analyse plus globale sera proposée utilisant quatre critères relatifs à une ZMO, en insistant sur l'un d'entre eux qui nous paraît important pour la mise en pratique d'une politique de monnaie forte : des préférences homogènes pour la stabilité des prix.

## L'« austro-keynésianisme » et la politique de monnaie forte

La politique de monnaie forte en Autriche existe depuis 20 ans, période suffisamment longue désormais pour juger, avec le recul nécessaire, ses vertus nées de la crédibilité acquise patiemment auprès du public et des marchés financiers.

### La politique de monnaie forte observée par la chronique du cours de change croisé comptant DEM/ATS

La chronique annuelle <sup>4</sup> sur la période 1962-1995 se décompose en trois sous-périodes (GRAPHIQUE 1).

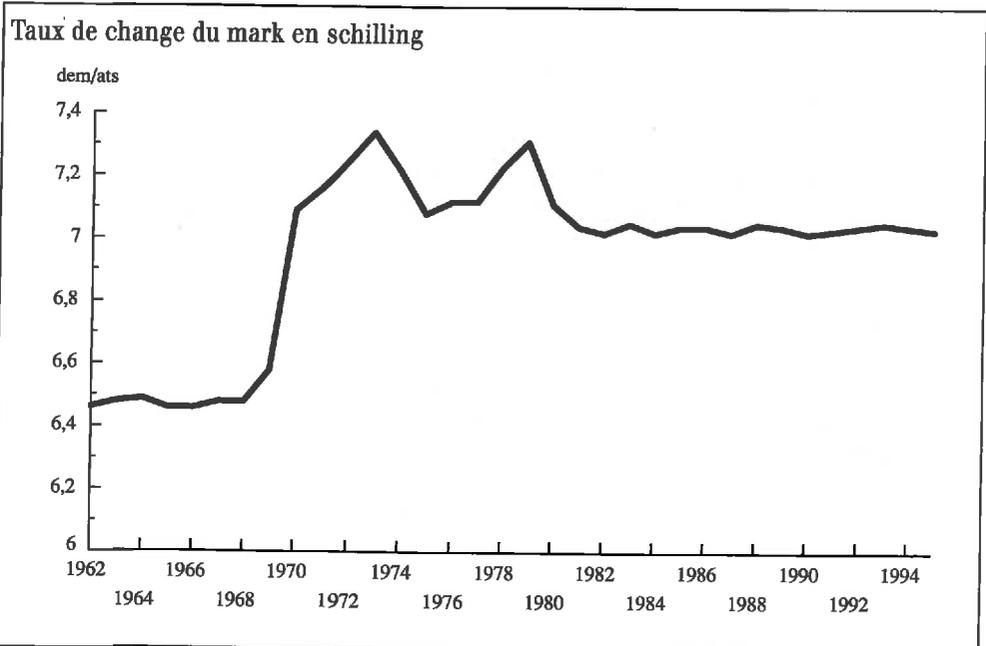
Jusqu'en 1968, le taux de change est stable autour de 6,47 ATS pour 1 DEM. C'est encore le régime de taux de change hérité de Bretton Woods qui régit les relations monétaires entre les pays membres du FMI avec une plage de fluctuation de +/- 1 % par rapport au dollar, donc un écart maximum instantané théorique de 2 % entre le DEM et l'ATS. On observe en pratique un coefficient de variation  $V$  de 0,001.

4. Le taux de change annuel est une moyenne de taux journaliers.

A partir de 1969 et jusqu'en 1980, le schilling subit des fluctuations par rapport au mark autour de deux pics en 1973 et en 1979, fluctuations consécutives aux deux chocs d'offre négatifs et symétriques dus à l'augmentation du prix du pétrole. En moyenne pour cette période, le schilling est à 7,13 avec un coefficient de variation  $V$  de 0,026. Bien que l'Allemagne et l'Autriche aient subi le même choc, la dépréciation du schilling par rapport au mark, de 13,6 % au maximum en 1973, montre que l'absorption du choc symétrique ne s'est pas faite de la même manière. L'Allemagne a réagi en laissant sa monnaie s'apprécier fortement par rapport au dollar afin de compenser l'effet inflationniste du choc pétrolier. L'Autriche, comme d'autres pays dont la France, mais dans une moindre mesure que celle-ci, a préféré à la fois une appréciation de sa monnaie vis-à-vis du dollar pour alléger le poids de la facture pétrolière et une dépréciation du schilling par rapport au mark (dès 1970, donc avant le premier choc pétrolier), monnaie du pays qui était déjà son premier client à l'exportation. Cette période intermédiaire est donc plutôt une période d'apprentissage pour la politique de monnaie forte, celle-ci ne commençant vraiment qu'à partir de 1981.

Depuis 1981, la fixité est quasi-parfaite à 7,05 ATS pour 1 DEM avec un coefficient de variation  $V$  de 0,001. C'est véritablement la période de monnaie forte parfaite après les turbulences de la période précédente. Si l'on estime qu'une union monétaire et économique se caractérise par une réponse identique à des chocs d'offre symétrique, cette période marque la réalisation d'une véritable zone monétaire optimale entre l'Allemagne et l'Autriche.

GRAPHIQUE 1



Source : Perspectives économiques de l'OCDE.

## L'austro-keynésianisme comme doctrine de politique économique

Par austro-keynésianisme, expression forgée par le Professeur Hans Seidel <sup>5</sup>, on entend d'abord l'application de préceptes néo-keynésiens généraux :

— rôle central de l'investissement productif à court terme (effet revenu) et à long terme (effet capacité); l'Autriche est en effet l'un des pays de l'OCDE ayant le ratio investissement/PIB le plus élevé, 25,1 % en 1991, derrière le Japon (31,7 %), le Luxembourg (29 %), le Portugal (26 %) et la Suisse (25,6 %);

— utilisation du budget de l'Etat comme instrument de stabilisation conjoncturelle, mais aussi comme instrument d'affectation : courroie de transmission d'une véritable politique industrielle avec des subventions à l'industrie, des transferts en capital au profit du holding d'Etat Oesterreichische Industrieverwaltungs A.G., des bonifications d'intérêts <sup>6</sup>.

Cette politique industrielle fonctionne comme une instance de coordination du côté de l'offre (*supply-side coordination* selon Froats, *op.cit.*)

A ces principes s'ajoutent deux éléments originaux propres à l'Autriche :

— une politique de monnaie forte ;

— une politique des revenus salariaux qui est véritablement le socle sur lequel les autres politiques s'appuient pour atteindre leurs objectifs ; en particulier, il est peu probable que l'objectif de monnaie forte ait pu être durablement tenu sans une politique de partenariat social (*Sozialpartnerschaft*) qui a concouru à l'homogénéité des préférences avec l'économie allemande.

En 1996, décrire en ces termes et présenter comme « modèle » l'austro-keynésianisme est provocateur ou, au choix, archaïque. Depuis les années 1983-85, « l'austro-keynésianisme » a été sérieusement écorné par la double crise des finances publiques et du secteur nationalisé.

La crise des finances publiques s'est exprimée par l'augmentation de deux ratios financiers fondamentaux, le solde des administrations publiques (en % du PIB) et la dette publique brute (également en % du PIB), au-delà des résultats obtenus par l'Allemagne. Or, la crédibilité de la politique de monnaie forte impose une contrainte de ne pas dépasser les ratios allemands de manière excessive. Au plus fort de la crise, en 1983, le ratio relatif au solde était de -4 % (-2,6 % en Allemagne) et le ratio relatif à la dette était de 46 % (41,1 % en Allemagne). Cette crise est réapparue d'ailleurs en 1987 et s'est aggravée depuis. En 1995, le ratio du solde est de -5,9 % (-3,5 % en Allemagne) et le ratio de la dette est de 69 % (58,1 % en Allemagne). Les prévisions de l'OCDE <sup>7</sup> pour 1997 sont pessimistes (respectivement : -3,0 % et surtout 73,3 %) ; elles ne permettront pas à l'Autriche de respecter le critère de la dette publique suivant la définition prévue dans le traité de Maastricht (60 %).

La crise du secteur nationalisé qui s'analyse comme un choc d'offre, négatif et asymétrique (Gnan, 1995, p.40), est sévère. Le holding d'Etat Oesterreichische

5. Ancien directeur du Wifo (Oesterreichisches Institut für Wirtschaftsforschung).

6. Le quart des crédits bancaires et 47 % des crédits à l'industrie sont bonifiés (OCDE, *Études économiques*, p. 41, 1994).

7. Cf. *Perspectives économiques de l'OCDE*, décembre 1996. Les données économiques de 1997 serviront de base aux critères d'admission.

Industrieverwaltungs A.G. a été restructuré en 1989 avec la création de Austria Industries A.G. qui regroupe six branches d'activité (sidérurgie, métaux non ferreux, pétrole et produits chimiques, électronique, mécanique, industries extractives). Des ventes d'actifs ont eu lieu, des diminutions d'effectifs également (de 103 000 salariés en 1986 à 83 000 en 1990), ce qui a permis un retour aux bénéfices dès 1989.

Néanmoins, l'essentiel du modèle demeure, en particulier ces deux éléments originaux et indissociables : politique de monnaie forte et partenariat social.

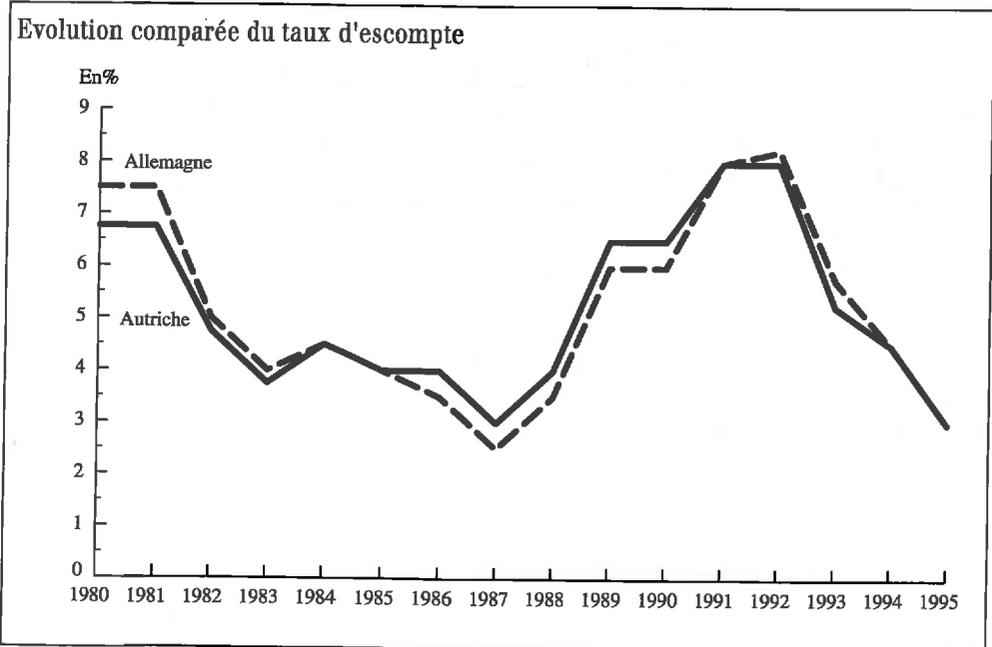
### La politique monétaire de la Banque nationale d'Autriche

Avec un objectif final de fixité du taux de change DEM/ATS, la politique monétaire interne se réduit à un objectif intermédiaire de réglage du taux d'intérêt à court terme sur le taux allemand. Par suite, la masse monétaire est une variable dépendante dont les fluctuations ne font pas l'objet d'un contrôle comme en Allemagne, mais simplement d'une « observation » et d'une « analyse » (*rapport annuel*, 1993, p.31).

L'évolution des taux directeurs, taux d'escompte et taux Lombard, est calquée sur celle des taux allemands correspondants, comme le montre le GRAPHIQUE 2 pour le taux d'escompte officiel. La seule marge de manœuvre pour la Banque nationale d'Autriche (BNA) est de choisir un taux un peu plus élevé que le taux allemand (+0,5 % de 1986 à 1990) quand le solde de la balance globale est négatif et, inversement, de choisir un taux un peu plus faible (de -0,25 à -0,50 %) quand le solde est positif comme c'est le cas depuis 1991.

GRAPHIQUE 2

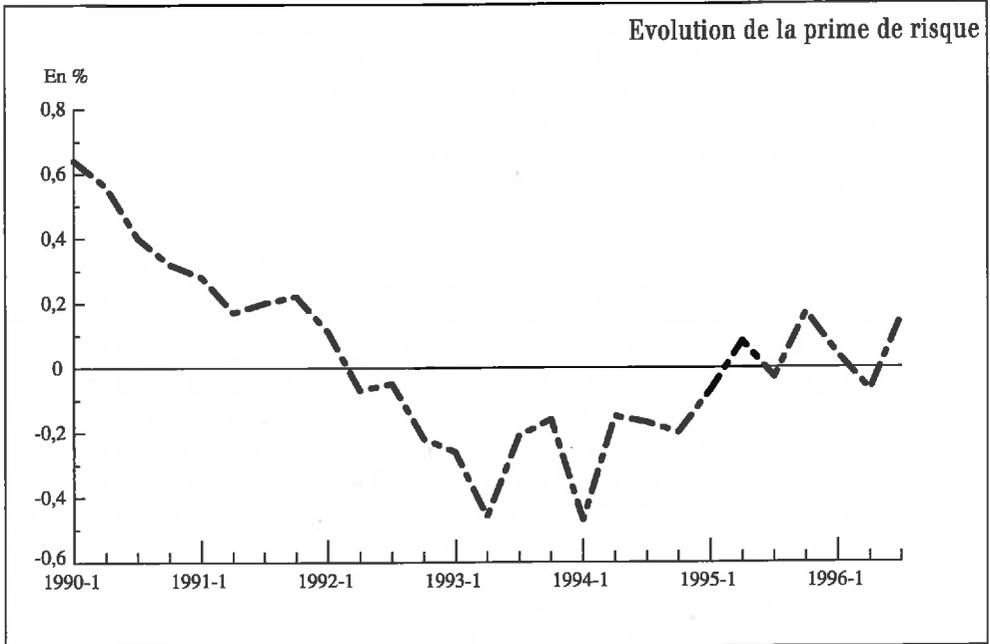
#### Evolution comparée du taux d'escompte



Source : Principaux indicateurs de l'OCDE.

L'évolution des taux du marché montre que, à court terme, les marchés de capitaux qui jugent en continu et en temps réel la crédibilité des politiques menées, en ajoutant éventuellement une prime de risque-pays, ont changé d'opinion sur l'Autriche par rapport à l'Allemagne sur la période 1990-96<sup>8</sup>. En supposant que l'écart inflationniste anticipé entre les deux pays soit nul<sup>9</sup>, la prime de risque est égale à l'écart entre les taux d'intérêt, le VIBOR et le FIBOR à trois mois. On voit que la prime qui était positive en 1990-1 a baissé jusqu'à devenir même négative à partir de 1992-2 (GRAPHIQUE 3). Si l'évolution de cette prime est un indicateur de la crédibilité d'une politique monétaire, la conclusion est immédiate : les marchés de capitaux croient jusqu'ici en la politique de monnaie forte, même si, depuis le deuxième trimestre de l'année 1995, la prime est redevenue légèrement positive.

GRAPHIQUE 3



Sources : Principaux indicateurs de l'OCDE et calculs de l'auteur.

Bien plus, au paroxysme de la crise du SME, en août 1993, les opérateurs sur le marché des changes ont testé la crédibilité de la parité fixe ATS/DEM. La poussée spéculative a eu lieu dans la semaine du 7 au 15 août, après la décision européenne du 2 août d'élargir les marges de fluctuation, et s'est manifestée par des ventes de schillings contre des marks. La BNA a vendu en une semaine 8 % environ de ses réserves en DEM, et a fait passer son taux d'intervention au jour le jour de 7 % à 7,5 %. Ces mesures ont suffi pour stopper net la spéculation. Il faut dire que les fondamentaux<sup>10</sup> n'indiquaient aucune tendance de fond à une

8. Il n'est pas possible de faire une évaluation avant 1990 car le VIBOR à 3 mois n'existe que depuis cette date.

9. En prenant comme *proxy* de l'écart inflationniste anticipé l'écart entre les taux d'intérêt nominaux à long terme, c'est à peu près exact : en moyenne, sur la période 1990-96, on a un écart entre le taux autrichien et le taux allemand de + 0,07.

10. Les variables explicatives du taux de change comme le différentiel d'inflation, le différentiel de croissance du PIB, le différentiel de taux d'intérêt, le solde de la balance des paiements bilatérale.

divergence entre les deux économies : tout au plus, en 1992, un ratio dette publique/PIB plus élevé en Autriche (56,1 %) qu'en Allemagne (47,3 %) et un taux d'intérêt à long terme légèrement supérieur en Allemagne (8,27 % contre 7,90 % en Autriche). On peut penser que les spéculateurs ont cherché à tester l'absence de marge de fluctuation entre le schilling et le mark, alors qu'une marge de +/- 15 % était devenue la règle entre les autres pays de la CEE (sauf entre l'Allemagne et les Pays-Bas où la marge était restée à +/- 2,25 %).

L'inconvénient d'une politique monétaire qui prend pour objectif intermédiaire un niveau du taux d'intérêt est de provoquer en théorie des fluctuations importantes de la masse monétaire, en tout cas plus amples qu'une politique monétaire gradualiste qui se fixe un objectif en termes d'agrégat monétaire, comme c'est le cas en Allemagne. En pratique, qu'en est-il pour l'Autriche par rapport à l'Allemagne ? Sur la période 1983-2 à 1989-1 (afin d'exclure les effets du choc monétaire asymétrique de la réunification allemande), nos calculs montrent que les écarts-type des taux de croissance de l'agrégat M2 sont les mêmes : 1,98 pour l'Autriche et 2,00 pour l'Allemagne. Si le cas théorique avait été vérifié, les variations de prix consécutives aux variations de M2 étant plus importantes en Autriche qu'en Allemagne, elles auraient pu perturber l'économie en biaisant les décisions des agents et, finalement, en augmentant le taux de chômage.

En revanche, nous avons observé que les phases de croissance, fortes et faibles, ne sont pas en rapport. En théorie, si le log du rapport des masses monétaires fluctue beaucoup, le log du taux de change qui est justement défini comme un prix relatif de masses monétaires devrait également fluctuer, toutes choses égales par ailleurs (c'est-à-dire pour un différentiel de taux d'intérêt donné, pour un différentiel de prix anticipé donné et pour un écart de taux de croissance du PIB réel donné). Or ce n'est pas le cas parce que la solution à des tensions possibles passe par le solde de la balance globale. En effet, il y a un jeu simple entre la banque centrale et les agents privés, un jeu conforme à la théorie standard de l'approche monétaire de la balance des paiements. La banque fixe le taux de change et le taux d'intérêt idoine ; les agents expriment leurs préférences et fixent une demande de monnaie et de titres, domestiques et étrangers. En cas de croissance trop forte de la masse monétaire à la suite d'une augmentation du crédit interne, c'est le solde de la balance globale, égal à la variation des réserves en devises, qui permet l'ajustement, les agents achetant des biens ou des titres étrangers. La dégradation du solde oblige alors la banque centrale à relever son taux d'intérêt pour maintenir l'objectif de taux de change fixe. Le public, ici les partenaires sociaux, peut aussi faire un effort sur les salaires (*infra*) pour éviter que tout le poids de l'ajustement se fasse par le taux d'intérêt, la hausse de celui-ci étant évidemment néfaste à l'investissement, donc à l'emploi en dernier ressort.

### Quel degré d'autonomie pour la politique budgétaire ?

Avec la subordination de la politique monétaire à celle du pays dominant, l'Autriche n'a plus à sa disposition que les instruments fiscaux et budgétaires pour mener une politique de régulation, d'affectation ou de répartition.

Jusqu'à quel point peut-elle utiliser ces instruments compte-tenu de la crise des finances publiques et de l'efficacité sur la production, les prix et la balance courante (les trois objectifs de McKinnon) d'une politique keynésienne de gestion de la demande globale ?

C'est la variation du solde budgétaire structurel des administrations publiques qui sert ici d'indicateur pour estimer à la fois le degré d'assainissement des finances publiques et le degré de stimulation de l'économie. En effet, cet indicateur traduit une variation délibérée du solde, corrigée de l'influence de la conjoncture. Le TABLEAU 1 présente le solde et la variation du solde structurel des administrations publiques. Une variation positive (négative) correspond à une orientation restrictive (expansive) de la politique budgétaire. Ainsi, les années 1981-83 sont marquées par une relance keynésienne (déblocage du budget d'action conjoncturelle) pour combattre les effets de la récession née en 1981. Mais, dès 1984, la politique budgétaire prend un tour restrictif (augmentation des taxes indirectes et limitation des dépenses) pour redevenir expansionniste les années suivantes. En 1987, un programme économique est adopté pour assainir les finances publiques afin de « retrouver une marge de manœuvre pour la régulation de la demande »<sup>11</sup>. Ce programme entre en application en 1988 et se fixe comme objectif un déficit fédéral de 2,5 % du PIB nominal en 1992 au lieu de 5 %

TABLEAU 1

## Effets macro-économiques du solde budgétaire structurel

	SBS	DSBS	ECP	P	SBC	ECINFL
1980	-2,8			6,3	-2,1	0,9
1981	-1,4	1,4	-0,8	6,8	-2	0,5
1982	-2,3	-0,9	-2,1	5,4	1,1	0,2
1983	-2,9	-0,6	-2,1	3,3	0,3	0
1984	-1,2	1,7	-2,8	5,7	-0,3	3,3
1985	-1,4	-0,2	-2,2	3,2	-0,2	1,1
1986	-2,3	-0,9	-2,7	1,7	0,3	1,8
1987	-2,9	-0,6	-2,6	1,4	-0,2	1,2
1988	-2,8	0,1	-0,4	1,9	-0,2	0,6
1989	-3,5	-0,7	1,5	2,6	0,2	-0,2
1990	-3,2	0,3	2,2	3,3	0,7	0,6
1991	-3,5	-0,3	1,5	3,3	0	-0,3
1992	-2,2	1,3	0,6	4	-0,1	-1,1
1993	-3,3	-1,1	-1,7	3,6	-0,4	-0,9
1994	-4,2	-0,9	-0,2	3	-0,9	0,3
1995	-5,8	-1,6	-0,2	2,2	-2	0,4

SBS : solde budgétaire structurel (en % du PIB potentiel)

DSBS : variation du solde budgétaire

ECP : écart de production (en % du PIB potentiel)

P : taux d'inflation (prix à la consommation)

SBC : solde de la balance courante (en % du PIB nominal)

ECINFL : écart d'inflation entre l'Autriche et l'Allemagne

Source : Perspectives économiques, OCDE

11. *Études économiques de l'OCDE*, 1987-88, p. 19.

en 1987. En 1992, le déficit observé est de 2,9 %, la quasi-réalisation de l'objectif ayant été facilitée par la conjoncture favorable de 1988 à 1991 plus que par une orientation franchement restrictive de la politique budgétaire, sauf en 1992. Depuis, la politique budgétaire est redevenue expansionniste et, combinée avec le jeu des stabilisateurs automatiques en période de récession, elle a dégradé les finances publiques. Cette dégradation est lourde de conséquences pour l'avenir car la crédibilité de la politique budgétaire autrichienne est liée aux objectifs de l'Allemagne et, depuis 1995, au critère de Maastricht relatif à la dette publique. Pour simplement stabiliser le ratio dette publique/PIB de 1995 à son niveau <sup>12</sup>, soit 69 %, il faudrait un excédent primaire de 3,2 % compte tenu du taux d'intérêt à long terme (6,5 %) et du taux de croissance du PIB en volume (1,8 %). Or l'excédent primaire observé a été de -2,3 %. Il n'est pas étonnant dans ces conditions que les prévisions de l'OCDE soient très pessimistes pour ce ratio.

L'autre question qui se pose est celle des effets sur les objectifs de McKinnon de cette politique budgétaire de stimulation (ou de freinage) de la demande. Si l'on se réfère au modèle standard de l'équilibre macroéconomique avec taux de change fixe et prix variable, une variation du solde budgétaire structurel doit exercer un effet sur l'écart de production, entre le PIB observé et le PIB potentiel. Une variation de l'écart de production exerce à court terme un effet sur les prix (plus l'écart se réduit, plus le taux d'inflation augmente), et les prix exercent à leur tour un effet sur la balance courante avec une rétro-action de celle-ci sur l'écart de production. Enfin, à long terme, le taux d'inflation autrichien est contraint par le taux d'inflation allemand en raison du taux de change fixe. Qu'observe-t-on en pratique ?

Le brusque changement de politique budgétaire en 1982-83 aurait dû laisser des traces à court terme. Or, il n'en est rien. Le TABLEAU 1 montre que les objectifs de Mc Kinnon n'ont pas été atteints, ni même approchés. Au contraire, l'écart de production s'est accru et il faut attendre 1988 pour observer une diminution de cet écart alors que la politique budgétaire est devenue restrictive. Il est vraisemblable que le deuxième choc pétrolier de 1979-80 a, comme dans d'autres pays européens, fortement pesé négativement sur l'offre, accroissant ainsi l'écart de production. Dans ce contexte, la politique budgétaire a été incapable de contrer ce choc d'offre négatif. En revanche, depuis 1993, l'inflexion de la politique budgétaire dans un sens plus expansif semble avoir eu un effet sur l'écart de production, sans accélération de l'inflation mais avec une dégradation du déficit de la balance courante. Pour la période 1980-95, aucun test statistique ne permet de mesurer avec rigueur l'efficacité de cette politique budgétaire compte tenu du nombre insuffisant de données <sup>13</sup>.

A long terme enfin, la loi de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) impose que le différentiel d'inflation entre l'Autriche et l'Allemagne soit nul, pour un objectif de fixité du taux de change nominal. Or l'écart est resté positif de 1980 à 1988

12. Pour un ratio dette publique/PIB constant  $b$ , en supposant l'absence d'un financement monétaire du déficit, la formule de calcul est la suivante : excédent primaire = écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB multiplié par  $b$ . (cf. De Grauwe, op.cit. p. 26).

13. Nous avons seulement observé une corrélation de + 0,6 entre DSBS et P.

(c'était également le cas avant 1980) induisant une appréciation du taux de change réel. Il faut attendre 1989 pour que l'écart devienne légèrement négatif, suite vraisemblablement aux conséquences économiques de la réunification allemande sur l'inflation en Allemagne. Depuis, l'écart est redevenu légèrement positif. Certes la loi de la PPA est une loi du long terme. Mais les marchés auraient pu tenir compte de cette situation pour tester la crédibilité du taux de change nominal. Pourquoi ne l'ont-ils jamais fait ? Si l'on fait l'hypothèse que les marchés financiers sont omniscients, ils savent alors que l'amélioration des termes de l'échange s'est accompagnée d'une amélioration continue de la balance commerciale bilatérale avec l'Allemagne, partenaire commercial dominant. En effet, le taux de couverture des importations par les exportations est passé de 59,5 % en 1984 à 77,8 % en 1993 (OCDE, *Statistiques du commerce extérieur*). Les entreprises autrichiennes ont donc su répondre à la demande de leur clientèle allemande en se spécialisant (*infra*).

Cette première approche de la zone monétaire optimale, conforme à la définition de Mc Kinnon, a mis en évidence les principales caractéristiques de « l'austro-keynésianisme ». Dans ce modèle, la composante « keynésienne » (celle qui correspond à une politique budgétaire à la *Tinbergen*) n'apparaît pas comme très efficace par rapport à la théorie standard. Ni les effets à court terme, ni ceux à long terme attendus n'ont pu être empiriquement observés. Le seul impact tangible de cette politique reste donc la dégradation des finances publiques. En revanche, la composante « austro », avec la politique de monnaie forte, a réussi. Sa pérennité n'a pas été entamée par l'échec de l'autre composante. Quelles sont alors les causes de ce succès ?

## La politique de monnaie forte à travers le concept de zone monétaire optimale

La partie précédente a déjà fait allusion à l'étroite imbrication qui existe entre les deux composantes typiquement « austro » du modèle autrichien : la monnaie forte et le partenariat social. Ce rapprochement peut *a priori* paraître incongru, mais il est en réalité au point de départ d'une analyse globale de la politique de monnaie forte à l'aide du concept de ZMO.

Ce concept ancien et décrié fait aujourd'hui l'objet d'une réhabilitation progressive qui a conduit, par exemple, Bayoumi (1994) à proposer un modèle formel intégrant trois critères d'une ZMO. Le premier critère est celui de Mundell (1961) : une ZM devient optimale quand les facteurs de production, travail et capital, sont parfaitement mobiles. On supposera, dans le cas de l'Autriche, que la mobilité de la main-d'œuvre est insuffisante pour optimiser une ZM (mais la flexibilité des salaires réels compense cette immobilité, cf. *infra*), alors que la mobilité du capital est parfaite entre les deux pays puisque les taux d'intérêt sont tendanciellement les mêmes. Le deuxième critère, celui de McKinnon (1963), est relatif au degré d'ouverture d'une économie sur l'extérieur ; il permet de classer les pays qui peuvent faire partie ou non d'une ZMO où, par définition, les taux de

change sont durablement fixes. Le troisième critère, celui de Kenen (1969), porte sur la diversification de la production comme moyen de répondre à un choc négatif de demande. Enfin, il y a un quatrième critère qui nous paraît être le plus important : celui relatif à l'homogénéité des préférences, énoncé pour la première fois par Cooper (1977). C'est ce critère qui est, selon nous, l'explication ultime du succès de l'expérience autrichienne.

### Le degré d'ouverture sur l'extérieur (critère de McKinnon)

Après avoir défini la ZMO comme un *policy mix* composé de trois objectifs et de trois instruments, McKinnon (1963) utilise ce critère pour énoncer : « si nous nous déplaçons le long du spectre depuis une économie fermée jusqu'à une économie ouverte, des taux de change flexibles deviennent à la fois moins efficaces comme dispositif de contrôle pour l'équilibre externe et plus dommageables pour la stabilité du niveau des prix internes » (p. 719).

La raison est évidente : une dépréciation monétaire place l'économie ouverte, qu'elle soit petite ou grande, dans le traditionnel cercle vicieux dépréciation-inflation-dépréciation. Face à un déficit de balance des paiements, il est donc préférable de mener une politique budgétaire ou monétaire de rigueur. A l'inverse, dans une économie moins ouverte, la dépréciation externe reste une arme efficace puisque, en augmentant le prix intérieur des biens échangeables avec l'extérieur, elle encourage la production et décourage la consommation de ces biens.

Si on observe 12 économies de l'OCDE, 10 pays européens plus les États-Unis et le Japon, en calculant un critère d'ouverture égal à la moyenne du total des exportations et du total des importations rapportée au PIB pour l'année 1991, l'Autriche est, avec 27,3 %, derrière la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse (TABLEAU 2). Ces trois derniers pays ont également lié leur monnaie au mark. A l'inverse, les États-Unis et le Japon sont effectivement deux économies plutôt fermées et à taux de change flottant. C'est le cas aussi de l'Italie et du Royaume-Uni qui ne font plus partie du mécanisme de change européen. La France est dans une situation intermédiaire, plus proche néanmoins du Royaume-Uni et de l'Italie que de l'Allemagne.

TABLEAU 2

Indicateur de McKinnon				En %
	RATIO		RATIO	
Autriche	27,3	Japon	7,8	
Belgique	60,6	Pays-Bas	44,4	
Danemark	25,6	Suède	23,4	
France	18,4	Suisse	29	
Allemagne	23,7	Royaume-Uni	20,2	
Italie	15,3	Etats-Unis	6,5	

Sources : OCDE et calculs de l'auteur.

Une petite économie ouverte comme l'Autriche a fait sienne depuis longtemps cette analyse qui est même expressément un élément de la doctrine officielle de la BNA telle qu'elle est exprimée dans son rapport annuel (1993, p. 26) : « Le choix du taux de change comme objectif intermédiaire de la politique de la banque centrale et simultanément comme guide pour l'économie a ses racines théoriques dans le concept de zone monétaire optimale. Ce concept démontre que des taux de change fixes sont le choix optimal pour une petite économie ouverte dont le commerce extérieur et les mouvements de capitaux sont concentrés sur relativement peu de partenaires commerciaux ».

En pratique, la fixité du taux de change peut s'envisager vis-à-vis d'une seule monnaie ou d'un panier de monnaies. L'Autriche a commencé en 1974 par une formule dite de l'*Indikator* où le schilling avait une marge de fluctuation de +/-4,5 % par rapport à un panier de monnaies comprenant les monnaies de l'accord de Bâle<sup>14</sup> de 1972, plus le franc suisse ; la pondération étant la part relative des exportations de marchandises dans le total des exportations. Depuis 1979, c'est le mark qui est la monnaie directrice sans plage de fluctuation ; l'Allemagne étant de loin le premier partenaire commercial de l'Autriche<sup>15</sup> avec 39 % des exportations autrichiennes (23,4 % en 1970 et 30,8 % en 1980) et 41 % des importations en 1993 (41,2 % en 1970 et 40,8 % en 1980). Mais, bizarrement, l'Autriche n'a jamais déclaré officiellement au FMI un « taux de change établi par référence à une seule monnaie », mais un « taux de change établi par référence à un panier de monnaies ». La formule de l'*Indikator* est donc restée officiellement en vigueur de 1974 à 1994, relayée ensuite par le mécanisme européen de change.

### La diversification des activités, réponse aux effets des chocs adverses (critère de Kenen)

Au départ, ce critère énonçait une évidence : une économie dont les activités sont diversifiées supporte plus facilement les effets négatifs d'un choc adverse qu'une économie spécialisée. Par suite, si ce pays fait partie d'une ZM, un choc sera absorbé même si le critère de Mundell n'est pas respecté, c'est-à-dire même si les facteurs de production sont immobiles. La ZMO est donc viable et l'observation de la symétrie des chocs devient un critère d'une « nouvelle » théorie de la ZMO ancrée dans la théorie macroéconomique actuelle : une ZM est optimale quand les pays membres subissent les mêmes chocs et réagissent de concert à ces chocs.

Mais l'affaire n'est pas aussi simple depuis que Krugman (1993) a mis en évidence un paradoxe de l'intégration économique : la diversification facilite l'intégration, mais l'intégration pousse à la spécialisation et celle-ci nuit à l'intégration. En effet, la spécialisation expose chaque pays-membre d'une ZMO aux effets de chocs asymétriques qui vont entraîner des variations différentes du PIB.

Pour mesurer le degré relatif de spécialisation entre deux pays, on utilisera

14. Créant le premier système communautaire de change appelé communément le "serpent monétaire européen".

15. L'Italie est le 2<sup>e</sup> partenaire avec 7,9 % des exportations et 9 % des importations ; la France vient en 3<sup>e</sup> position avec 4,4 % des exportations et 4,4 % des importations.

l'indicateur de Krugman appelé « indice de spécialisation industrielle » :

$$\sum_i |s_i - s_i^*|$$

Cet indicateur est la somme des écarts (en valeur absolue) entre la part  $i$  de la section CTCI (classification-type pour le commerce international) dans les exportations totales de l'Autriche ( $s_i$ ) et la même part pour l'Allemagne ( $s_i^*$ ). Si ces parts sont les mêmes, l'indice est nul et il n'y a aucune spécialisation.

Que faut-il penser de cet indicateur ? S'il est utilisé avec des données très agrégées, comme le fait Krugman, il y a une ambiguïté évidente : un indice nul signifie qu'il n'y a pas de spécialisation inter-sectorielle, mais il ne dit rien sur la spécialisation intra-sectorielle. Or, celle-ci domine dans les échanges entre pays industrialisés, et plus encore, depuis l'hypothèse de Linder (1961), entre des pays culturellement proches et à revenu par tête équivalent. Krugman lui-même (1991) a élaboré une analyse bien plus fine que cette « comparaison grossière » à laquelle il se livre, pour montrer que l'économie nord-américaine est régionalement plus spécialisée que l'économie de l'Europe des Douze parce qu'elle est plus anciennement intégrée.

Le TABLEAU 3, construit à partir de la nomenclature CTCI à un chiffre de l'OCDE, montre qu'il y a, contrairement au paradoxe de Krugman, une tendance à une moindre spécialisation entre les deux pays sur une période de 10 ans. Mais cette moindre spécialisation est inter-sectorielle et il faudrait descendre dans la nomenclature jusqu'au 5<sup>e</sup> chiffre pour estimer la spécialisation intra-sectorielle. Et au-delà, si c'était possible, jusqu'au produit différencié lui-même.

TABLEAU 3

Indice de spécialisation industrielle							
1980	0,47	1985	0,41	1990	0,35	1995	0,32

Sources : OCDE et calculs de l'auteur.

Le critère de Kenen, revu par Krugman et corrigé par nous dans son interprétation, est donc un critère de diversification intra-sectorielle des activités entre des économies proches sur le plan du développement. Dans le cas de l'Autriche et de l'Allemagne, sous réserve d'une observation plus fine (CTCI à 5 chiffres), il y a vraisemblablement une dynamique de l'intégration économique conforme à un modèle de division intra-sectorielle du travail, de sous-traitance industrielle par exemple <sup>16</sup>.

Pour mesurer simplement les effets des chocs selon les pays, comparons la variance du PIB avec l'hypothèse selon laquelle plus un pays est intégré dans une ZMO, plus les fluctuations du PIB sont voisines en raison de la symétrie des

16. Ainsi, en 1992, 85 % des importations de voitures en provenance d'Allemagne étaient compensées par des exportations de composants automobiles vers l'Allemagne (Hochreiter, Winckler, 1993, p. 6).

chocs. La comparaison entre l'Allemagne et l'Autriche est complétée par une comparaison entre l'Allemagne et la Suède. En effet, la Suède est également une petite économie ouverte mais qui, à l'inverse de l'Autriche, n'a pas de politique de monnaie forte. Au contraire, la Suède a utilisé la dépréciation comme arme lourde de politique économique : le taux de change croisé DEM/SUK est passé de 2,2396 en 1981 à 4,9707 en 1995. Ce pays ne forme donc pas une ZMO avec l'Allemagne.

Les calculs montrent que :

- le PIB autrichien est plus fortement corrélé au PIB allemand ( $r = 0,8$ ) que le PIB suédois ( $r = 0,3$ ) ;
- le taux de croissance moyen du PIB est bien plus élevé en Autriche (2,1 %) qu'en Suède (1,49 %), alors que celui de l'Allemagne est de 2,23 % ;
- la variance est nettement moins élevée en Autriche (1,71) qu'en Suède (3,58) et surtout, qu'en Allemagne (3,63). L'hypothèse n'est donc pas vérifiée en raison vraisemblablement du choc asymétrique de la réunification allemande. La preuve en est que, si l'on calcule les variances sans les années 1990-91, on obtient 2,38 pour l'Allemagne, 1,68 pour l'Autriche et 3,50 pour la Suède.

De ces trois observations, un enseignement se dégage : l'Autriche, en formant une ZMO avec l'Allemagne, a joué la bonne carte et n'en retire que des avantages. A l'inverse, la Suède qui a joué la carte de l'autonomie de sa politique économique par le canal de dévaluations successives, a perdu : moindre croissance et plus fortes variations. Comment alors expliquer ce mauvais choix de *policy mix* ? Par les préférences collectives et leur manque d'homogénéité avec les préférences allemandes.

### Homogénéité des préférences (critère de Cooper)

Si l'on considère avec Hamada (1977) et Cooper (1977) que l'intégration monétaire a les caractéristiques d'un bien public, une condition pour que l'union soit possible est que les deux pays aient les mêmes préférences (ou encore des préférences homogènes<sup>17</sup>) pour ce bien. Or, plus une union est vaste, plus les préférences deviennent hétérogènes alors que, à l'inverse, plus les coûts de production du bien collectif diminuent en raison des économies d'échelle. Il y a donc un arbitrage entre l'homogénéité et l'efficacité, un arbitrage d'autant plus délicat à gérer qu'il est différent d'un bien public à un autre. Par exemple :

- une défense militaire européenne est typiquement l'expression d'un bien public international où l'efficacité s'accroît avec la taille en raison du coût des équipements et où, parallèlement, les préférences deviennent de plus en plus hétérogènes ;
- une monnaie internationale a un espace d'application variable selon deux critères ; plus l'espace d'application (la ZMO) augmente, plus l'efficacité économique s'accroît (baisse des coûts de transaction), mais en créant des lieux de chômage qui feront naître des aspirations à l'autonomie et à la création d'autant

17. Ce critère porte précisément sur une ZM homogène dans ses préférences et non pas sur des préférences homogènes dans une ZM. Dans ce dernier cas en effet, on fait référence au concept de préférences homogènes (ou homothétiques) de la microéconomie, préférences représentées par une fonction d'utilité homogène de degré 1.

de ZMO qu'il y a de bassins d'emploi où la mobilité des facteurs n'est pas observée (hétérogénéité).

Dans le cas de l'Autriche et de l'Allemagne, le problème de la taille optimale de la zone ne joue pas puisqu'elle se réduit à ces deux pays. Il reste le problème de la recherche de l'homogénéité. Notre proposition est de dire que c'est une volonté politique qui a joué le rôle principal pour faire converger les préférences. L'Autriche a adopté unilatéralement un ordre monétaire calqué sur l'Allemagne. Ce choix n'est pas le résultat d'un « jeu monétaire mondial » (Hamada, 1985). On peut en effet démontrer à l'aide du *folk theorem* que la fixité du taux de change entre deux pays A et B est une stratégie optimale au sens de Nash par rapport à une stratégie de flexibilité du taux de change : il suffit que le jeu soit joué un nombre indéfini (ou incertain) de fois et que le facteur d'actualisation soit proche de l'unité. Dans le cas de l'Autriche, il n'y a pas eu de jeu parce que, pour reprendre une distinction de Aglietta (1992, p.48), l'ordre monétaire relève ici non pas d'une conception procédurale anglo-saxonne des règles mais d'une conception organique. L'ordre monétaire garantit, en dehors de toute stratégie décrite par la théorie des jeux, un lien social inaliénable qui empêche le désordre identifié avec l'inflation. L'Autriche a connu, comme l'Allemagne, l'hyperinflation en 1922-23, « l'œuf du serpent »<sup>18</sup>, et, comme l'Allemagne, elle a connu les ravages provoqués par le serpent sorti de l'œuf en 1933. Après la Seconde Guerre mondiale, les responsables économiques et politiques ont reconstruit le pays sur un principe supérieur de coopération afin d'éviter le retour à des antagonismes sociaux alimentés par des idéologies jugées extrémistes. Coopération pour assurer la stabilité politique (partage du pouvoir entre les deux partis dominants), mais surtout, pour ce qui nous concerne, coopération économique entre les partenaires sociaux, syndicat (Oe.G.B.) et patronat, à un niveau centralisé. Il faut insister sur cette dernière caractéristique : la centralisation de la discussion sur les salaires (« macro-corporatisme » selon Froats, *op.cit.* p. 11) est considérée en micro-économie du travail comme un moyen d'éviter les effets négatifs sur le chômage du comportement d'un syndicat qui, à un niveau décentralisé, se conduirait de manière à maximiser le salaire de ceux qui travaillent en excluant les autres. On sait que la théorie du marché interne du travail montre qu'une négociation à un niveau centralisé oblige les partenaires sociaux à intégrer dans leurs décisions l'effet sur les prix d'une augmentation inconsiderée des salaires. A l'échelon décentralisé, en revanche, quand une entreprise négocie avec le syndicat local, l'effet macro-économique sur le niveau général des prix n'est évidemment pas pris en considération.

Que négocient les partenaires sociaux ? Essentiellement la paix sociale et la flexibilité salariale pour garantir la stabilité monétaire. La paix sociale, car les marchés financiers évaluent le risque-pays en prenant en compte les tensions sociales engendrées par l'absence de dialogue centralisé et par un taux de chômage durablement élevé. La flexibilité, en ce sens que les propositions d'augmentation de salaires doivent tenir compte de la conjoncture afin de ne pas évincer les

18. Titre d'un film d'Ingmar Bergman consacré à la description psychologique des effets de l'hyper-inflation sur les individus et sur la montée de l'idéologie nazie.

demandeurs d'emploi. Nous voudrions insister sur cette dernière caractéristique par une mesure statistique comparée de la flexibilité.

La flexibilité est mesurée à partir d'une équation de Phillips suivant une méthodologie propre à l'OCDE (OCDE, 1983 et 1988 ; Coe, 1985 ; Chan-Lee, Coe & Prywes, 1988). L'équation, directement issue de l'équation standard de Barro-Gordon (avec un taux de chômage naturel encapsulé dans la constante et le taux de croissance des prix observés remplacé par  $w - q$ ), est de la forme (Chan-Lee & alii, *op.cit.*, p. 164) :

$$w = a_0 + a_1 p_e - a_2 \log u + a_3 q$$

avec  $w$  le taux de croissance du salaire dans le secteur manufacturier (code de l'OCDE : WRMAN),  $p_e$  le taux d'inflation anticipé égal ici au déflateur de la consommation privée (code PCP) de la période précédente (anticipation statique),  $u$  le taux de chômage (code UNR) et  $q$  le taux de croissance de la productivité du travail avec un décalage d'une période (code PDTY).

L'indicateur de flexibilité du salaire réel est donné par le rapport  $(a_2 + a_3)/a_1$ . Le coefficient  $a_1$  au dénominateur montre que la flexibilité du salaire réel est d'autant plus élevée que la flexibilité du salaire nominal par rapport aux prix (indexation de  $w$  sur  $p$ ) est faible. Le coefficient  $a_2$  montre que la flexibilité est élevée quand l'élasticité du salaire nominal par rapport au taux de chômage est forte. Le coefficient  $a_3$  traduit la réponse du salaire nominal à l'accroissement de la productivité. Plus cette réponse est forte, plus la flexibilité du salaire réel est forte. Les résultats des estimations sont donnés par le TABLEAU 4 pour l'Autriche et pour l'Allemagne.

TABLEAU 4

	Estimations de l'équation de Phillips					
	Constante	$u$ linéaire	$p$ anticipé	$q$	R <sup>2</sup> ajusté	DW
Autriche	7,2	-1,7	0,8	0,4	0,61	1,13
	<i>-3,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>		
Allemagne	9,1	-0,8	0,6	-0,1	0,61	1,14
	<i>1,5</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>		

Les données sont annuelles, sur la période 1964-93.  
Les estimations des écarts-types sont en italiques.

Sources : OCDE et calculs de l'auteur.

Les courbes linéaires sont assez stables sur la période 1964-93. La productivité du travail n'apparaît pas ici comme une variable pertinente. En revanche, l'indexation du salaire sur les prix est confirmée, plus pour l'Autriche que pour l'Allemagne, avec des coefficients qui sont moins proches de l'unité que dans d'autres estimations (Artus & Muet, 1995, p.58) en raison de la spécification simplifiée choisie pour les prix anticipés. La liaison linéaire entre le taux de chômage et le salaire est satisfaisante, la flexibilité étant plus forte en Autriche.

L'indicateur de flexibilité, réduit ici au rapport  $a_2/a_1$ , est de 2,12 pour l'Autriche et de 1,33 pour l'Allemagne. Ce résultat est conforme à une

proposition directement issue de la théorie de la ZMO : comme nous avons supposé *a priori* que le critère de Mundell sur la parfaite mobilité de la main-d'œuvre n'est pas vérifié, c'est la flexibilité du salaire réel qui garantit la viabilité de la zone.

## Conclusion

Plusieurs enseignements pour le projet d'UEM entre les Quinze de l'Union européenne peuvent être tirés de l'expérience autrichienne de monnaie forte, avant et après la fixation du taux de change. Avant de décider la fixation irrévocable du taux de change, trois conclusions se dégagent.

Il n'y a pas d'autre alternative pour une petite économie ouverte. Le contre-exemple suédois est révélateur. Depuis 1992, malgré une monnaie faible, le taux de chômage est supérieur au seuil dit « de Beveridge » de 3 % qui était la norme admise dans ce pays. Avec un taux de chômage de 7,7 % en 1995, la Suède dépasse l'Autriche qui réalise 5,9 %. Pour une grande ou moyenne économie, en revanche, un débat sur une « autre politique » reste possible selon le degré d'ouverture sur l'extérieur et selon la part relative de chaque partenaire commercial à l'exportation et à l'importation.

Il y a une période probatoire durant laquelle le taux de change continue de fluctuer en cas de chocs adverses parce que les économies ne sont pas encore suffisamment intégrées. Dans le cas de l'Autriche, cette période a duré de 1974 à 1981 ; ce temps long s'expliquant par les deux chocs pétroliers de 1973 et de 1979. Durant cette période, la crédibilité de la politique de monnaie forte est testée par les marchés. Quand, en 1974, l'Autriche a choisi cette politique, la convergence réelle était loin d'être réalisée en pratique, et il a fallu le soutien infaillible des partenaires sociaux, notamment les entreprises exportatrices et les entreprises domestiques concurrencées par les importations (*infra*), pour que le cap soit maintenu.

Il y a des critères à respecter, issus tout droit de la théorie de la ZMO. La flexibilité des salaires réels comme alternative à la mobilité du travail, une tendance à l'intégration des activités industrielles plutôt qu'à la spécialisation, le degré d'ouverture élevé de l'économie sur le pays *leader*, sont les critères à surveiller. Mais, plus que tout, l'homogénéité des préférences pour une ZMO est le critère dominant. Il y a incontestablement un aspect « faustien » dans un projet de ce type, peut-être spécifique à la culture germanique, où l'Homme est sauvé par l'Action. Autrement dit, l'homogénéité des préférences place la politique au premier plan : si l'on veut l'union monétaire, on l'obtient en y mettant les moyens ; si l'on attend que toutes les conditions nécessaires soient requises, on ne fait rien.

Une fois le taux de change fixé irrévocablement, trois autres conclusions apparaissent.

La politique monétaire perd son autonomie et les taux d'intérêt à court terme sont fixés par le pays leader (ou une banque centrale européenne dans le cas de l'UEM). En revanche, la banque centrale va intervenir pour assurer la crédibilité du taux de change en faisant disparaître les anticipations sur l'écart d'inflation, la

prime de risque-pays et la prime de risque de change. En pratique, cette « nouvelle » politique monétaire amènera la banque centrale à intervenir dans des domaines qui étaient auparavant en dehors de ses compétences. Par exemple, elle interviendra pour appeler à plus de rigueur salariale si elle estime que les hausses prévues peuvent alimenter des anticipations inflationnistes.

La politique budgétaire perd également une grande partie de son autonomie mais, là encore, tout dépend du sens que l'on donne à cette politique. S'il s'agit d'utiliser le solde budgétaire et l'endettement public pour relancer l'économie selon les vieilles méthodes à la *Tinbergen*, c'est tout à fait exact. Les critères financiers de convergence du traité de Maastricht imposent des contraintes qui empêchent l'utilisation de ces méthodes anciennes. Mais nous avons montré que l'efficacité de ces méthodes n'était pas empiriquement vérifiée. En revanche, rien n'interdit à un pays de pratiquer certaines formes de politique industrielle, comme le fait depuis longtemps l'Autriche sans inquiéter outre mesure les marchés. Ainsi, le gouvernement autrichien continue à bonifier les taux d'intérêt pour favoriser et orienter les investissements. Au sein de l'Union européenne, cette politique est néanmoins contrainte par des règlements communautaires qui fixent des normes en matière de subventions.

Ces formes de politique industrielle sont d'autant mieux admises par les marchés qu'elles sont complétées par le partenariat social. Si l'on analyse les subventions à l'industrie comme une compensation donnée aux industries exposées à la concurrence mondiale, c'est-à-dire concurrencées à l'intérieur par les importations et à l'extérieur par les biens fabriqués par les pays à monnaie faible, en retour le patronat s'efforce d'entretenir un climat social favorable autour de valeurs partagées en commun. La flexibilité des salaires qui résulte des négociations, flexibilité plus grande que dans le pays leader, est la condition requise pour garantir la pérennité de la politique de monnaie forte.

D. P.

#### RÉFÉRENCES

- Aglietta M. (1992), « L'indépendance des banques centrales », *Revue d'économie financière*, n° 22, pp. 37-56.
- Artus P. & P.-A. Muet (1995), « Théories du chômage », *Economica*.
- Banque nationale d'Autriche (1993), *Annual Report*.
- Bayoumi T. (1994), « A Formal Model of Optimum Currency Areas », *Discussion Paper No. 968*, CEPR-Centre for Economic Policy Research, Londres.
- Chan-Lee J., D. T. Coe & M. Prywes (1987), « Mutations micro-économiques et désinflation salariale macro-économique dans les années 80 », *Revue économique de l'OCDE*, n° 8, pp. 133-63.
- Coe D. T. (1985), « Salaires nominaux, taux de chômage non inflationniste et flexibilité des salaires », *Revue économique de l'OCDE*, 1985.
- Cooper R. N. (1977), « Worldwide Versus Regional Integration: Is There an Optimal Size of The Integrated Area? » in *Economic Integration Worldwide, Regional, Sectoral*, edited by Fritz Machlup.

- Froats D. K. (1995), « Sozialpartnerschaft und Hartwährungspolitik », *Arbeitspapier* Nr. 19, Banque nationale d'Autriche.
- Froehlich H.-P. (1990), « Die de facto Währungsunion in Mitteleuropa », *Wirtschaftsdienst*, février n° 2 ; traduit dans *Problèmes économiques* n° 2, 179, 13 juin 1990, sous le titre : « l'union monétaire informelle entre la RFA, l'Autriche et les Pays-Bas : un modèle pour la CEE ? ».
- Gnan E. (1995), « Austria's Hard Currency Policy and European Monetary Integration », *Arbeitspapier* Nr. 19, Banque nationale d'Autriche.
- Grauwe P. de (1992), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press.
- Hamada K. (1977), « On The Political Economy of Monetary Integration: A Public Economics Approach » in *The Political Economy of Monetary Reform*, edited by Robert Z. Aliber, the Mac Millan Press.
- Hamada K. (1985), *The Political Economy of International Monetary Interdependence*, the MIT Press.
- Helpman E. & P. R. Krugman (1991), *Market Structure and Foreign Trade*, Wheatsheaf books.
- Hochreiter E. & G. Winckler (1993), « The Advantages of Tying Austria's Hands: The Success of The Hard Currency Strategy », *Working Paper* n° 9307, Université de Vienne.
- Kenen P. B. (1969), « The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View », in Mundell & Swoboda, *op.cit.*, p. 41-55.
- Krugman P. (1993), « Lessons of Massachusetts for EMU » in *Adjustment and Growth In The European Monetary Union*, Torres & Giavazzi eds, Cambridge University Press, p.241-261.
- Linder S. (1961), *An Essay on Trade And Transformation*, Almqvist & Wicksell.
- McKinnon R. I. (1963), « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol.53, p. 717-725.
- Mundell R. A. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, 60, p. 657-665.
- OCDE (1983), *Perspectives économiques*, n° 33, juillet, pp. 53-54.
- OCDE (1988), *Etudes économiques : Autriche*.
- Olson M. Jr. & R. Zeckhauser (1966), « An Economic Theory of Alliances », *Review of Economics and Statistics*, 43, pp. 266-79, 1966.