

critères, a vu son déficit grimper à 3,6 % du PIB en 1995, contre 2,5 % en 1994, et son rapport dette:PIB est en progression, et non en baisse. Le Danemark a refusé de participer à l'Union monétaire, et le Royaume-Uni décidera d'y adhérer ou non au début de la phase III.

Depuis plusieurs années, l'opinion oscille entre l'optimisme et le pessimisme quant aux chances de mettre en place une union monétaire en Europe. Cette instabilité de l'opinion publique force les ministres des finances du Conseil européen et les gouverneurs des banques centrales à rassurer fréquemment les marchés quant à leur détermination à réaliser l'UEM en conformité avec les lignes directrices énoncées dans le Traité de Maastricht. Même si l'UEM est mise en place et s'articule autour d'un groupe principal de pays dont la monnaie est solide, une grande question se pose : comment l'Union fonctionnera-t-elle dans une Europe à deux vitesses et quelles en seront les conséquences sur le marché unique? Pour le moment, les opinions exprimées penchent du côté positif et portent à croire qu'une forme quelconque d'UEM s'amorcera le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

On peut obtenir une mesure quantitative du sentiment des marchés sur les probabilités de réalisation de l'UEM en dressant un graphique des différentiels d'intérêts par rapport au mark allemand. Si l'Union monétaire voit le jour le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les taux d'intérêt sur les titres libellés en monnaies qui font partie de l'UEM resteront inchangés (abstraction faite des différences attribuables au crédit). À mesure que la mise en place de l'Union monétaire est devenue plus probable au cours de la dernière année, le différentiel entre les devises qui feront partie éventuellement de l'UEM s'est comprimé.

Les marchés financiers se prononcent également sur la probabilité que divers pays rejoindront l'UEM. Les titres de dette en monnaie locale des pays dont on est certain qu'ils adhéreront à l'UEM devraient afficher un rendement semblable après 1999 (abstraction faite du risque de crédit). Le tableau 1 ci-dessous présente un groupe théorique de pays européens ainsi que leur différentiel d'intérêt en points de pourcentage par rapport aux taux allemands (un point de pourcentage représente un centième de un pour cent). Plus l'écart est prononcé, moins le marché est certain que ce pays participera à l'UEM.

Les « principaux » pays affichent un écart faible par rapport aux titres libellés en marks allemands (le différentiel négatif dans certains cas est attribuable aux primes de liquidité et à d'autres facteurs institutionnels). Bien qu'elle soit loin de satisfaire au critère de Maastricht relatif à l'endettement, la Belgique devrait adhérer à l'UEM grâce à ses réformes budgétaires, à son rapport dette publique:PIB à la baisse et à la position fondamentale qu'occupe Bruxelles en qualité de siège de l'Union européenne. Récemment, l'Italie avait déclaré son intention de se préparer à rejoindre l'UEM, d'adhérer à nouveau à l'ERM et de procéder à une réforme budgétaire; le marché a donc déterminé que les chances de l'Italie de participer à l'UEM se sont accrues, de sorte que l'écart entre la lire et le mark allemand s'est rétréci par rapport à ce qu'il était depuis quelque temps. Les différentiels relativement ténus