

L'AJUSTEMENT EN RÉGIME DE TAUX DE CHANGE FIXES : APPLICATION A L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE

A. Steven Englander et Thomas Egebo

TABLE DES MATIÈRES

I. Vue d'ensemble	8
II. Le mécanisme de change, zone monétaire optimale	12
III. Meilleure capacité de réaction aux chocs intervenant au niveau de la demande	15
A. Ouverture de l'économie et efficacité de la politique budgétaire	15
B. Effets de contagion des perturbations intervenant en Allemagne.	18
IV. Ajustement aux perturbations intervenant du côté de l'offre	21
A. Flexibilité présente et flexibilité accrue	21
B. Perturbations au niveau de l'offre et politique budgétaire discrétionnaire	30
C. Taux de change fixes ou union monétaire : effets intérieurs et extérieurs	33
V. Problèmes de convergence	33
VI. Quelques conséquences pour la conduite de l'action	37
A. Amélioration de la flexibilité du marché du travail	37
B. Implications pour la crédibilité des taux de change fixes	37
C. Nécessité de fixer des objectifs budgétaires	38
D. Fédéralisme budgétaire	39
Bibliographie	43

Les auteurs souhaitent tout particulièrement remercier Michael P. Feiner, Constantino Llach et Jeffrey R. Shafer de leurs commentaires très détaillés sur les premiers projets de cette étude dont ils ont suggéré le thème. Ils expriment également leur gratitude à Kumiharu Shigehara, Paul Atkinson, Hans Blommestein, Sveinbjörn Blöndal, Martine Durand, Jørgen Elmeskov, Henry Ergas, Robert Ford, Mitsuhiro Fukao, Peter Jarrett, John P. Martin, Maitland Macfarlan, Paul Van der Noord, Paul F. O'Brien, Pete Richardson, Peter Sturm, Nick Vanston et Bernard Wacquez pour leurs commentaires. Des remerciements particuliers vont à Isabelle Duong pour ses travaux de recherche.

I. VUE D'ENSEMBLE

Le traité de Maastricht a entériné l'objectif d'union monétaire des pays membres de la Communauté européenne (CE). Pour y parvenir, les pays qui adhèrent au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) ont cherché à contenir les fluctuations des taux de change de leurs monnaies à l'intérieur de limites fixées de concert. Du milieu des années 80 au milieu de l'année 1992, les changements de parité sont devenus moins fréquents tandis qu'augmentait le nombre de pays participant officiellement et officieusement au mécanisme de change, ce qui a fait naître l'espoir que des taux de change de plus en plus stables aboutiraient progressivement à une monnaie unique à mesure que se rapprochait la date fixée pour la création de l'Union monétaire européenne (UME). Les turbulences dont les marchés des changes ont été le théâtre à la fin de 1992 ont cependant contraint certains pays à dévaluer leur monnaie, d'autres à suspendre leur participation au mécanisme de change, d'autres enfin se trouvant dans l'obligation, pour défendre la valeur de change de leur devise, d'offrir de fortes primes de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne. Même après que se soient dissipées les vives tensions qui s'exerçaient sur certaines monnaies, les parités n'ont pu être stabilisées qu'au prix de fortes primes de taux d'intérêt.

En dépit de l'instabilité qui caractérise les marchés des changes depuis le milieu de l'année 1992, le passage à une monnaie commune devrait, en longue période, compléter la mise en place d'un marché unique de biens et de services et permettre de bénéficier des efficiences à long terme qui sont le corollaire d'un tel marché. Ces efficiences sont aussi bien micro que macro-économiques : des taux de change définitivement fixes (et, *a fortiori*, une monnaie commune) réduiraient les coûts des transactions sur devises et permettraient aux investisseurs de différents pays de réaliser de véritables économies d'échelle et de parvenir à une réelle spécialisation sans avoir à se préoccuper en longue période de l'incidence des taux de change sur les coûts relatifs des facteurs de production et les prix relatifs des produits; la désinflation pourrait être accélérée et rendue moins coûteuse si les pays à forte inflation ancrèrent de manière crédible leur taux de change sur celui d'un pays à faible inflation; des taux de change fixes pourraient limiter le recours à des mesures de « chacun pour soi » en matière de change si l'on ne pouvait parvenir à coordonner les politiques macro-économiques. Tous ces arguments semblent particulièrement pertinents pour les pays qui sont de plus en plus liés tant au niveau de l'offre qu'au niveau de la demande'.

En contrepartie de ces efficiences, les pays membres doivent renoncer à la conduite indépendante de leur politique monétaire. Les sources de ces coûts potentiels sont analysées de manière plus détaillée dans Englander et Egebo (1992). Ces deux mêmes auteurs (Egebo et Englander, 1992), après avoir passé en revue les travaux sur les effets de crédibilité résultant de l'appartenance au mécanisme de change,

présentent une étude économétrique de la réduction du coût de la désinflation rendue possible par la crédibilité des engagements de taux de change. Leur conclusion, de même que celle de la plupart des autres travaux sur la question, est que la crédibilité de l'engagement en matière de taux de change ne paraît guère avoir réduit les coûts de la désinflation, même en considérant plusieurs indicateurs précurseurs et en tenant compte des augmentations possibles du chômage structurel. Les progrès accomplis par les pays appartenant au mécanisme de change dans la lutte contre l'inflation et sur la voie de la convergence semblent tenir davantage au maintien de politiques macro-économiques restrictives qu'à une éventuelle amélioration du compromis entre inflation et production due aux effets de crédibilité de l'appartenance au mécanisme de change.

C'est essentiellement sur cette constatation des effets limités de crédibilité que repose l'analyse faite ici de la contribution apportée par la flexibilité du marché du travail à l'ajustement macro-économique en régime de taux de change fixes. Lorsque les taux de change sont fixes, il n'est plus possible de faire évoluer rapidement les prix relatifs par des modifications des taux de change nominaux. En conséquence, les ajustements des taux réels qui peuvent s'avérer nécessaires doivent s'opérer par le biais des coûts et des prix relatifs. Néanmoins, si les salaires et les prix ne sont pas flexibles au plan interne et si les effets de crédibilité n'influent pas fortement sur les décisions en matière de salaires et de prix, l'ajustement risque d'exiger d'importantes variations de l'utilisation des capacités et de l'emploi. En règle générale, plus les salaires et les prix sont rigides, plus la production et l'emploi devront réagir fortement pour entraîner une modification des prix relatifs. Le succès d'un régime de taux de change fixes dépend au bout du compte de la possibilité de procéder aux ajustements requis sans soumettre l'activité économique ou les taux de change nominaux à des tensions excessives.

Il importe que la formation des salaires et des prix soit flexible aussi bien pendant la phase de transition précédant la création de l'UME que par la suite, parce que les pays membres continueront nécessairement de faire face à des perturbations économiques n'affectant qu'un seul pays ou qu'un sous-groupe restreint de pays. De telles perturbations de l'offre et de la demande dans un pays déterminé risquent de créer de sérieuses tensions dans le cadre d'un système de taux de change fixes quel qu'il soit. Les politiques monétaires des pays appartenant à une vaste région à monnaie unique doivent viser des objectifs globaux, mais l'impact exercé sur les différentes régions ne sera pas nécessairement conforme aux besoins d'ajustement au plan local. Les spécificités de chaque pays en matière de structure industrielle, de configuration des échanges et de flexibilité des salaires/prix, ainsi que les perturbations inattendues intervenant au niveau des salaires, des prix, de la productivité et de la demande, rendront nécessaires, en plus de la réaction commune, des mesures localisées d'ajustement. Un exemple évident, même s'il est extrême, est celui des politiques macro-économiques divergentes qu'ont dû mettre en œuvre l'Allemagne et les autres pays membres du mécanisme de change à la suite de l'unification allemande.

La perte d'indépendance en matière de politique monétaire signifie que des perturbations localisées intervenant notamment du côté de l'offre entraîneront des perturbations au niveau du revenu et de l'emploi à moins que la flexibilité du marché du travail et/ou la mobilité régionale des facteurs ne se renforcent nettement. À l'heure actuelle, la main-d'œuvre n'est guère mobile entre les pays appartenant au mécanisme de change. La politique budgétaire ne peut offrir un mécanisme de remplacement lorsqu'il est nécessaire d'ajuster les prix relatifs. Qui plus est, les pays où les déficits et

l'endettement du secteur public sont excessivement élevés n'ont sans doute guère la possibilité de recourir à cet instrument. En règle générale, du fait de problèmes temporels et de la difficulté d'inverser une politique budgétaire expansionniste en période de haute conjoncture, bon nombre de pays sont peu enclins à utiliser délibérément la politique budgétaire comme mécanisme anti-conjoncturel. En fait, les décideurs risquent de constater que pas plus la politique budgétaire que la politique monétaire ne peuvent être utilisées pour neutraliser des chocs localisés du côté de l'offre. Pour autant qu'un ajustement soit nécessaire dans tel ou tel pays, il faudra peut-être alors compter sur une flexibilité accrue des salaires et des prix, d'où la nécessité de politiques structurelles. Si la flexibilité ne s'améliore pas, le rétablissement de la compétitivité pourrait se traduire par des coûts très élevés au niveau de la production, et la crédibilité de la politique de lutte contre l'inflation et de la politique de taux de change pourrait être compromise si les agents économiques avaient le sentiment que ces coûts élevés ne sont pas tolérables en longue période.

Malgré la perte d'indépendance de la politique monétaire, les économies des pays appartenant au mécanisme de change devraient mieux réagir à moyen terme aux perturbations de la demande du fait de leur intégration plus étroite et, par là même, de la dissipation plus rapide des effets de chocs localisés sur la demande. Un choc intervenant au niveau de la demande sur un quelconque pays membre affectera plus fortement que par le passé les importations, ce qui réduira son impact sur la production locale. L'une des conséquences en est cependant que les gouvernements risquent d'être moins tentés de se lancer dans une politique budgétaire activiste. Du point de vue d'un quelconque pays isolé, le coup de fouet donné à la production par une impulsion budgétaire déterminée risque d'être de courte durée dans la mesure où son impact s'étendra plus largement aux pays voisins. Qui plus est, les responsables des prises de décisions hésiteront peut-être davantage à stimuler la demande globale lorsqu'il est difficile de savoir si la perturbation affecte l'offre ou la demande, une expansion malencontreuse en cas de choc sur l'offre ne pouvant qu'aggraver les déséquilibres et alourdir le coût final du rétablissement de la compétitivité.

Pendant la phase de transition précédant la création de l'UME, les futurs membres se sont engagés à un effort de convergence vers un faible taux d'inflation et une réduction des déficits budgétaires. Ces objectifs seraient tout aussi valables en l'absence d'UME, mais deviennent encore plus importants à partir du moment où l'union monétaire garantit la fixité permanente des taux de change. En cas de différences résiduelles des niveaux de prix et des taux d'inflation, certains pays de l'UME risqueraient, dès le départ, d'avoir un important désavantage compétitif. Dans la mesure où l'on ne pourrait plus compter sur des réalignements des taux de change, les pays dont les monnaies sont surévaluées pourraient se trouver confrontés à des sorties d'épargne et de capitaux et à une stagnation persistante, si les salaires et les prix locaux manquaient de la flexibilité requise.

Les obligations de convergence exigent par elles-mêmes un important ajustement des déficits budgétaires publics de certains pays à moyen terme. On verra plus loin qu'une réduction plus importante des déficits budgétaires sera d'autant plus facilement possible que la contraction de la demande sera partiellement neutralisée par une baisse des taux d'intérêt. La facilité avec laquelle pourra s'opérer la réduction du déficit dépend ainsi à la fois des mesures prises au sein des différents pays et de l'orientation de la politique monétaire en Allemagne. Si les déficits et les taux d'intérêt demeurent élevés dans ce pays, les marchés peuvent se demander si la réduction requise du

déficit dans les autres pays appartenant au mécanisme de change est compatible avec des résultats macro-économiques acceptables, et ils pourraient en conséquence imposer des primes de risque sur les taux d'intérêt de ces pays.

Bien que le présent document traite essentiellement de la contribution positive que la flexibilité des salaires et des prix peut apporter à la crédibilité de l'attachement à des taux de change fixes à moyen terme, il permet aussi de mieux comprendre les turbulences observées sur les marchés des changes depuis le milieu de l'année 1992. Ces turbulences s'expliquent en partie par la perspective, puis les conséquences, des référendums organisés dans différents pays sur le traité de Maastricht, et des incertitudes qu'ils ont fait naître quant aux chances de voir respecter la trajectoire prévue vers l'union monétaire. Néanmoins, les pressions qui se sont exercées sur les marchés des changes ont semblé dans une large mesure liées au fait que l'on s'interrogeait sur la possibilité de maintenir les parités actuelles compte tenu des coûts probables que cela impliquerait. L'ampleur des coûts escomptés de l'engagement en matière de taux de change a affecté la crédibilité de plusieurs manières. En premier lieu, elle a amené les marchés à douter de l'aptitude des gouvernements à respecter les objectifs à moyen terme en matière d'inflation et de réduction du déficit lorsqu'ils étaient confrontés à court terme à une baisse de production et une aggravation du chômage. En deuxième lieu, même dans les pays où les objectifs d'inflation et de déficit avaient été largement atteints dès le début des années 90, les rigidités du marché du travail ont rendu la désinflation des années 80 coûteuse en termes de chômage élevé et persistant. Les taux d'inflation et d'intérêt de l'Allemagne se maintenant à un niveau élevé plus longtemps qu'on ne l'avait prévu, les marchés ont craint de plus en plus que les pertes supplémentaires de production liées au maintien des parités de change ne se révèlent inacceptables. Pour simplifier et généraliser, on peut dire que la crédibilité de l'action des pouvoirs publics n'est pas totale si les coûts potentiels de l'engagement qu'elle implique sont jugés excessifs.

La section II examine si les pays appartenant au mécanisme de change satisfont aux critères d'une zone monétaire optimale, à savoir forte mobilité des facteurs de production et prédominance de perturbations communes. La section III analyse l'intégration croissante des marchés des produits pour tenter de déterminer si elle risque d'empêcher les pays pris individuellement de recourir à la politique budgétaire. Des estimations des coûts à supporter pour remédier aux perturbations intervenant du côté de l'offre, ainsi que des estimations des avantages potentiels d'une réaction plus flexible des salaires sont présentées à la section IV. La section V traite de la contribution que des taux d'intérêt généralement faibles peuvent apporter à la convergence, la section VI présentant enfin quelques-unes des conséquences à tirer de l'ensemble de ce travail d'analyse.

Tout au long de ce document, on fera la distinction entre les taux de change fixes du mécanisme de change et l'UME avec une monnaie unique. Dans le premier cas, l'Allemagne est supposée utiliser comme objectif l'évolution de sa masse monétaire intérieure, les autres pays membres du mécanisme de change étant censés contrôler l'évolution de leur taux de change vis-à-vis du deutschemark. Dans le cas de l'UME, les objectifs relatifs à la politique monétaire et à l'inflation sont définis pour l'ensemble des pays membres. Dans l'ensemble cependant, l'ajustement ne semble guère différent qu'il soit opéré dans le cadre du mécanisme de change ou dans celui de l'UME, sauf si des perturbations se produisent en Allemagne. De même, l'Italie et le Royaume-Uni

sont considérés comme appartenant au mécanisme de change tout au long de ce document, bien qu'ils aient suspendu leur participation à la fin de 1992.

II. LE MÉCANISME DE CHANGE, ZONE MONÉTAIRE OPTIMALE

Dans une zone monétaire optimale (ZMO), les perturbations qui affectent les pays membres sont largement communes, de sorte que les politiques qui sont généralement adéquates dans un pays déterminé le sont aussi pour les autres pays membres. On peut encore considérer que dans une zone monétaire optimale, le capital et le travail sont suffisamment mobiles pour neutraliser rapidement d'éventuels chocs localisés. Si ces critères sont satisfaits, la perte d'indépendance sur le plan de la politique monétaire ne limitera pas sérieusement l'ajustement macro-économique. Nous tenterons de voir si ces conditions sont réunies dans le cadre du mécanisme de change.

Perturbations locales et globales

Pour déterminer la mesure dans laquelle les pays membres du mécanisme de change constituent une zone monétaire optimale, on peut se demander si les perturbations auxquelles ils sont soumis sont surtout localisées ou si elles les concernent tous en même temps. Lorsque les perturbations sont essentiellement localisées, le pays concerné peut souhaiter modifier le taux de change alors que les autres pays peuvent se satisfaire des parités initiales. De telles divergences d'intérêts peuvent résulter de trois facteurs : *i)* avec les parités initiales, certaines monnaies sont surévaluées; *ii)* les différences de structures industrielles font que les pays sont affectés différemment par des chocs communs; et *iii)* les salaires réels ou d'autres variables économiques essentielles tendent à être soumis à des chocs locaux.

Si l'on considère les membres actuels du mécanisme de change, on constate que malgré la fixité relative des taux de change au cours de la période 1987-1991, les taux de croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les industries manufacturières sont restés différents, quelle que soit l'unité de mesure retenue (monnaie locale ou dollar) (tableau 1). Il va de soi que de tels indices ne permettent pas de savoir si le taux de change des pays à forte inflation était au départ sous-évalué ou surévalué. En règle générale cependant, la progression des valeurs unitaires des exportations dans les pays à forte inflation a été nettement moins rapide que celle des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui donne à penser que ces pays ont pu maintenir leur engagement de taux de change au prix d'une contraction des marges bénéficiaires dans le secteur des biens échangeables².

Si la participation au mécanisme de change a pu contribuer à une certaine convergence des niveaux de prix, cette convergence n'est pas beaucoup plus nette que celle que l'on observe entre d'autres partenaires commerciaux entretenant des liens étroits. Des données récentes sur les parités de pouvoir d'achat (OCDE, 1992a) donnent à penser que : *i)* les niveaux généraux de prix ont légèrement convergé entre 1985 et 1990 dans la plupart des pays qui ont été les premiers à adhérer au mécanisme de change; *ii)* les niveaux de prix sont beaucoup plus proches entre les pays membres du mécanisme de change qu'entre des pays comparables de l'OCDE pris au hasard.

Tableau 1. **Coûts unitaires de main-d'œuvre et valeurs unitaires des exportations dans les industries manufacturières**

	Coûts unitaires de main-d'œuvre en monnaie locale en 1991 (1987 = 100)	Valeurs unitaires des exportations en monnaie locale en 1991 (1987 = 100)	Coûts unitaires de main-d'œuvre en deutschemarks en 1991 (1987 = 100)	Valeurs unitaires des exportations en deutschemarks en 1991 (1987 = 100)
Allemagne	107.3	104.6	107.3	104.6
France	102.0	104.1	100.3	102.3
Italie	125.0	119.0	120.6	114.8
Royaume-Uni	121.3	109.4	120.7	108.9
Belgique	106.1	106.2	107.0	107.1
Danemark	106.8	106.7	105.4	105.3
Pays-Bas	100.9	104.1	100.9	104.1
Espagne	127.4	106.0	139.6	116.2

Source : Calculs de l'OCDE.

Néanmoins, la fourchette de variation du niveau des prix n'est pas beaucoup plus étroite qu'entre d'autres pays de l'OCDE entre lesquels existent des liens étroits, mais pas de liens formels, de taux de change, comme le Canada et les États-Unis, ou encore comme la Norvège, la Suède et la Finlande.

La structure industrielle de certains pays membres du mécanisme de change pourrait être également à l'origine de problèmes d'ajustement. N'importe quel pays dont la structure industrielle ou la configuration des échanges diffèrent sensiblement de la moyenne des pays membres du mécanisme risque de voir sa compétitivité-coûts affectée par les variations de la demande de ses produits ou par les variations de l'offre de produits concurrents provenant de pays extérieurs au mécanisme de change. Ainsi, la Commission de la Communauté européenne (1990b) a constaté que les pays qui sont spécialisés dans les textiles ou l'industrie légère peuvent se trouver de plus en plus exposés à la concurrence de fournisseurs extérieurs à la Communauté. Sur le plan de ses effets macro-économiques, cette faible compétitivité est pratiquement identique à l'impact d'une série de chocs intervenant au niveau des salaires ou de l'offre. De même, les pays membres du mécanisme de change dont la configuration des échanges est idiosyncrasique risquent de constater que le taux de change commun avec le reste du monde n'aboutit pas à une structure de fluctuation optimale concernant leurs marchés et leurs fournisseurs spécifiques. Walsh (1993) démontre, par exemple, que l'étroitesse des liens de l'Irlande avec le Royaume-Uni sur le double plan des échanges et du marché du travail a eu pour conséquence que la parité de la punt irlandaise dans le mécanisme de change a été très sensible aux fluctuations de la valeur du sterling, bien que l'Irlande ait de plus en plus resserré ses liens économiques avec les autres pays membres de la Communauté.

Qui plus est, comme le suggèrent Krugman (1991) et DeGrauwe et Vanhaverbeke (1991), le marché unique peut se traduire par une *intensification* et non par une réduction de la spécialisation industrielle régionale, de sorte que l'effet de perturbation propre à une branche d'activité donnée risque davantage d'être concentré sur un seul pays. Cette analyse est en partie fondée sur la constatation que les grands pays tels

que les États-Unis ou le Canada présentent en général une plus forte spécialisation régionale que les pays européens. Une telle spécialisation régionale peut apparaître sur un grand marché unique sur lequel les économies d'échelle sont significatives au niveau des différentes branches d'activité.

Pendant la seconde moitié des années 80, le mécanisme de change a réussi à entraîner une nette réduction de la variabilité des taux de change et des écarts d'inflation par rapport aux années 70 ou à la première moitié des années 80. Il est cependant difficile de porter un jugement sur cette convergence partielle, même en faisant abstraction des turbulences ultérieures sur les marchés des changes, dans la mesure où d'autres variables économiques importantes ont continué de diverger pendant cette période³. Généralement parlant, la corrélation entre les taux de chômage, les positions de balance courante et la progression des ventes de détail, des dépenses publiques et des salaires réels dans la plupart des pays membres du mécanisme de change est négative ou n'est que faiblement positive. L'analyse statistique ne permet cependant pas de savoir si ces corrélations sont dues à l'indépendance des perturbations qui affectent les économies membres du mécanisme de change ou à la mise en œuvre de mesures visant à assurer la convergence des taux d'inflation et à stabiliser les taux de change.

Mobilité de la main-d'œuvre

Dans une zone monétaire optimale, la mobilité des facteurs et/ou la flexibilité des salaires relatifs régionaux joue le rôle de soupape de sécurité en cas de déséquilibres régionaux. A quelques rares exceptions près (par exemple entre l'Irlande et le Royaume-Uni, et peut-être dans les régions frontalières), la mobilité de la main-d'œuvre dans les pays membres du mécanisme de change ne correspond pas aux normes d'une ZMO et ne paraît guère avoir de chances d'évoluer dans ce sens à

Tableau 2. Migrations de main-d'œuvre à l'intérieur de certains pays appartenant au mécanisme de change

A. Somme des émigrants de chaque pays et des immigrants en provenance d'autres pays membres du mécanisme de change en pourcentage de la population de 1984	
Belgique	1.59
Allemagne (Occidentale)	0.57
France	0.41
Italie	0.72
Pays-Bas	0.64
<i>Pour mémoire :</i>	
Flux migratoires de 1987 Canada (12 régions)	1.5
B. Migrations nettes régionales à l'intérieur de la Communauté européenne et des États-Unis (taux annuels moyens 1980-1985, en pourcentage de la population)	
Communauté européenne (64 régions)	0.2
États-Unis (50 États + Washington D.C.)	0.7
Source : De Grauwe et Venhaverbeke (1990), OECD (1991a)	
Source : Commission européenne (1990a)	

moyen terme⁴. Bien qu'il soit difficile de définir, à l'intérieur des différents pays, des régions exactement équivalentes entre lesquelles comparer les flux migratoires, il semble que les flux annuels de travailleurs entre états membres des États-Unis ou entre provinces canadiennes soient infiniment plus importants qu'entre les pays et les sous-régions appartenant au mécanisme de change, peut-être à l'exception de la Belgique où les flux migratoires sont liés à la dimension du pays et à l'existence sur son territoire des sièges de plusieurs organisations internationales (tableau 2).

Si l'on considère tout à la fois le risque de chocs localisés et la faible mobilité de la main-d'œuvre, les pays appartenant au mécanisme de change devront procéder à d'importants ajustements internes en présence de chocs de ce type. On tentera de déterminer dans les sections suivantes comment procéder à de tels ajustements en régime de taux de change fixes.

III. MEILLEURE CAPACITÉ DE RÉACTION AUX CHOCS INTERVENANT AU NIVEAU DE LA DEMANDE

A. Ouverture de l'économie et efficacité de la politique budgétaire

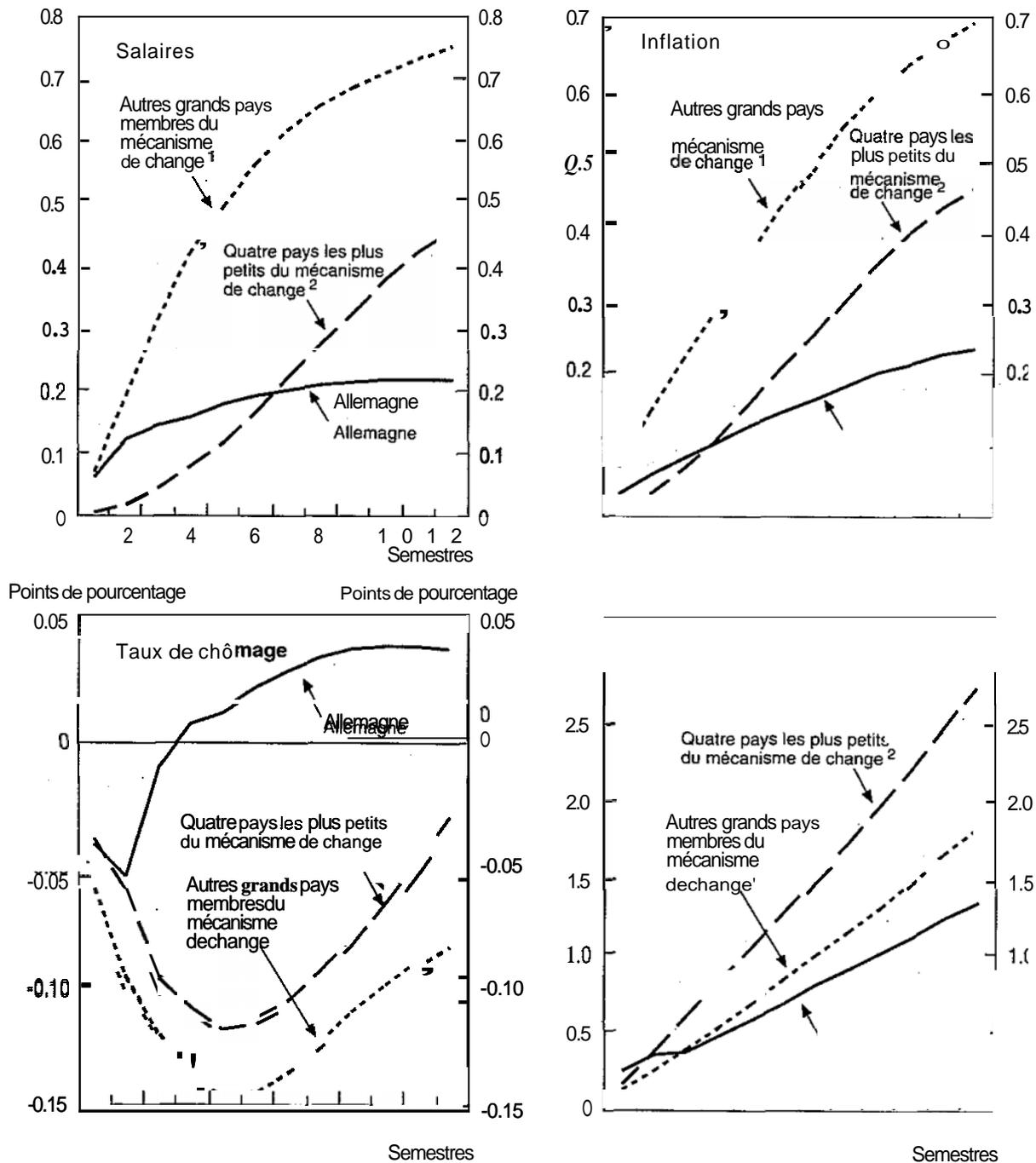
Les économies des pays membres du mécanisme de change deviendront probablement avec le temps plus capables de s'adapter en cas de perturbations localisées au niveau de l'offre, dans la mesure où elles seront de plus en plus soumises aux retombées des effets de coûts et de prix intervenant dans les pays voisins. La plupart d'entre elles sont déjà relativement ouvertes. Rapportées au PIB, les importations de biens et de services allaient, en 1990, d'un peu moins de 20 pour cent (France, Espagne et Italie) jusqu'à 70 pour cent (Belgique). Il est probable qu'au fil des ans, l'ouverture de ces économies se confirmera encore.

On a utilisé des simulations du modèle INTERLINK pour analyser la réaction des économies des pays membres du mécanisme de change à des chocs intervenant au niveau de la demande en fonction de leur degré actuel et de leur degré futur d'ouverture⁵. Il ressort de ces simulations qu'à l'heure actuelle, l'augmentation de la demande finale résultant d'un accroissement autonome de la consommation dans les pays membres du mécanisme de change se répercutera probablement dans la proportion de 30 à 70 pour cent sur les pays voisins dans un délai de moins d'un an du seul fait de déperditions dues aux importations⁶. Les effets de revenu ne contribuent pratiquement plus à l'ajustement après la première année, sauf dans le cas de l'Allemagne. Les effets de prix sont faibles au départ, mais ils se renforcent au fil des ans. Au total, c'est plus de 60 pour cent, et, dans certains pays, la totalité des effets d'une modification de la demande intérieure qui est compensée par des importations dans les cinq années suivantes. Les retombées de la demande réduisent très largement l'intensité des effets des fluctuations de la demande sur le chômage, les salaires et les prix, mais elles se reflètent dans les variations de la dette extérieure (graphique 1). Des retombées aussi importantes signifient en outre que les impulsions budgétaires risquent de ne se tra-

Graphique 1. **Effets intérieurs de perturbations localisées de la demande sur les économies des pays membres du mécanisme de change**

Écart par rapport à la situation de référence

A. Degré actuel d'ouverture



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.

2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

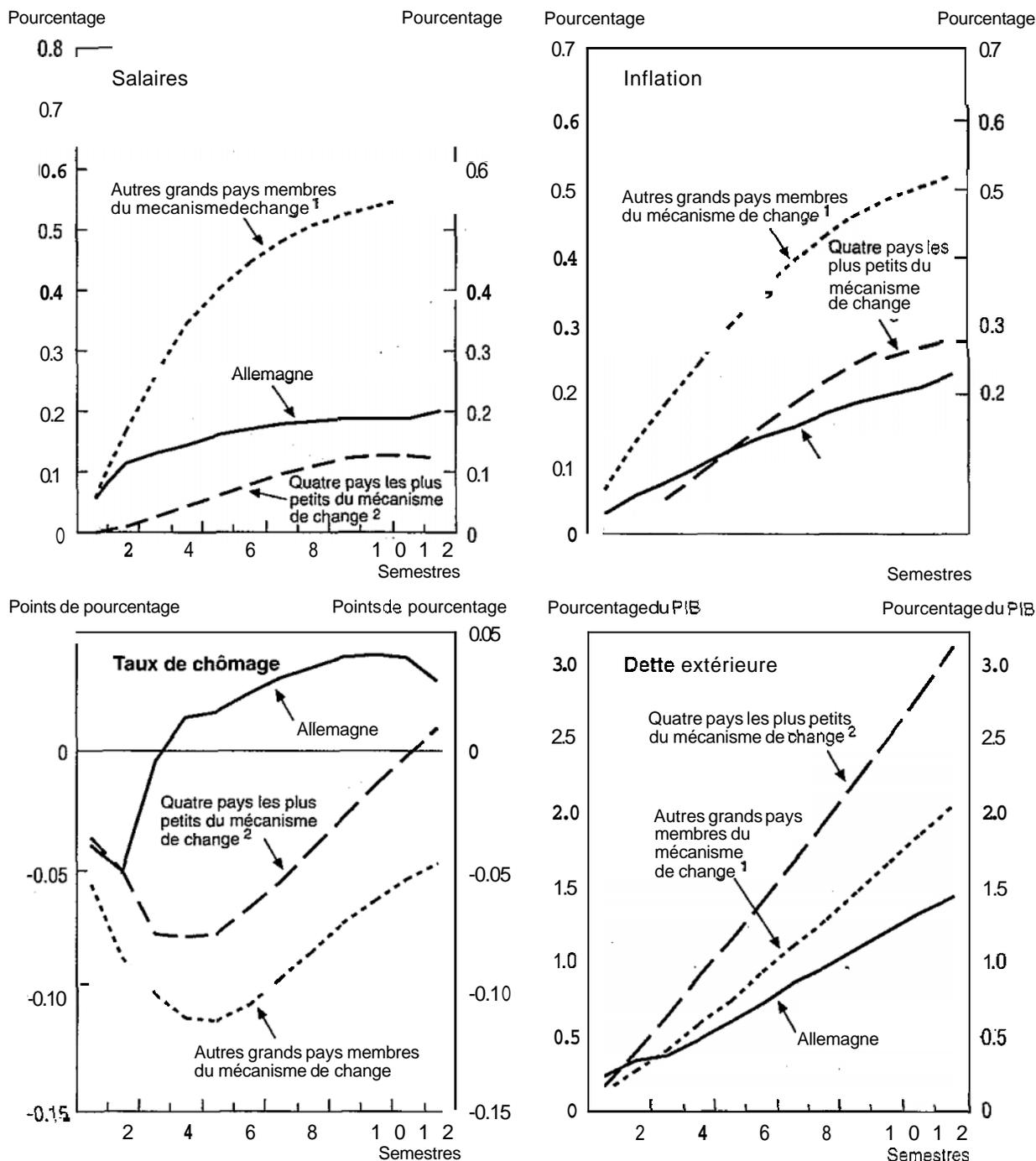
Note : Effets d'une augmentation permanente de 1 point de la propension moyenne à consommer. On a procédé à des simulations séparées pour des chocs localisés dans chaque pays. Dans les graphiques du groupe B, les élasticités revenu et prix du commerce extérieur ont été relevées de 25 pour cent. Notamment du fait des effets de retombées sur des pays tiers exercés par des modifications du taux de change et des taux d'intérêt, les perturbations de la demande allemande s'évacuent très rapidement en l'absence d'accompagnement de la politique monétaire.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Graphique 1. (suite) **Effets intérieurs de perturbations localisées de la demande sur les économies des pays membres du mécanisme de change**

Écart par rapport à la situation de référence

B. Ouverture accrue



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.

2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

Note : Effets d'une augmentation permanente de 1 point de la propension moyenne à consommer. On a procédé à des simulations séparées pour des chocs localisés dans chaque pays. Dans les graphiques du groupe B, les élasticités revenu et prix du commerce extérieur ont été relevées de 25 pour cent. Notamment du fait des effets de retombées sur des pays tiers exercés par des modifications du taux de change et des taux d'intérêt, les perturbations de la demande allemande s'évacuent très rapidement en l'absence d'accompagnement de la politique monétaire.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Tableau 3. **Effets de freinage dus à l'assainissement des finances publiques**

Perte cumulée de production par unité de réduction du déficit public (Sommes des pertes de production en pourcentage du PNB nécessaires sur cinq ans pour réduire le déficit de 1 pour cent du PNB)

	Degré actuel d'ouverture	Intégration plus poussée
Allemagne	0.20	0.15
Autres grands pays membres du mécanisme de change ¹	1.65	1.18
Petits pays membres du mécanisme de change ²	1.08	0.54

1. Moyenne pondérée de la France, du Royaume-Uni, de l'Italie et de l'Espagne.

2. Moyenne pondérée des Pays-Bas, de la Belgique, du Danemark et de l'Irlande.

Note : La faible valeur relevée pour l'Allemagne tient à ce que, dans ce pays, l'éviction est rapide et totale du fait de modifications du taux de change et des taux d'intérêt lorsqu'il n'y a pas d'accompagnement par la politique monétaire.

duire que par des gains limités au niveau de la production par rapport à l'ampleur de la dette publique du pays où l'impulsion a pris naissance.

Un renforcement de l'intégration économique devrait réduire encore l'effet exercé sur la production locale par des perturbations localisées de la demande. En cas de plus grande ouverture de l'économie, les salaires et les prix réagissent plus modérément aux chocs de la demande, la réaction de la production – déjà faible – s'atténue encore, et la détérioration de la balance courante est un peu plus sensible. Une politique budgétaire restrictive peut se traduire par un moindre coût en termes de production nationale, ce qui incite à l'assainissement des finances publiques (tableau 3). En revanche, dans le cas contraire, une politique budgétaire expansionniste peut devenir une méthode de plus en plus onéreuse de gestion de la demande comparativement à l'ajustement des prix relatifs intérieurs. Cela n'est pas sans rappeler l'aptitude des états ou des provinces d'Amérique du Nord à utiliser la politique budgétaire pour compenser les chocs de demande : au-delà du court terme, l'effet sur la production et l'emploi est négligeable et l'on constate un alourdissement permanent de la dette. En fait, la politique fiscale est souvent utilisée pour faire entrer dans l'assiette d'imposition un grand nombre de contribuables (à revenus élevés) et rarement pour atténuer les chocs de la demande au-delà des stabilisateurs automatiques inhérents aux systèmes fiscaux au niveau de l'État et des collectivités locales⁷.

B. Effets de contagion des perturbations intervenant en Allemagne

La réaction des économies des pays appartenant au mécanisme de change à un choc autonome se produisant en Allemagne n'est pas la même qu'en présence de chocs (identiques) se produisant dans d'autres pays, et cela même en faisant la part de la dimension relativement importante de l'économie allemande. Le deutschemark est généralement considéré comme la monnaie d'ancrage au sein du mécanisme de

change, la Bundesbank conduisant sa politique monétaire essentiellement pour défendre des objectifs allemands, et les autres pays membres du mécanisme fixant leurs taux d'intérêt pour maintenir leur objectif de change. Qui plus est, les marchés ne voient guère de risque de dévaluation du deutschemark, de sorte que les taux d'intérêt nominaux en Allemagne, à quelques très rares exceptions près, ont constitué le plancher des taux d'intérêt dans la zone du mécanisme de change. Compte tenu de ces facteurs, les chocs intervenant dans l'économie allemande et la réaction de la politique monétaire de la Bundesbank ont, sur le mécanisme, un effet systémique infiniment plus important que les chocs se produisant dans n'importe quel autre pays.

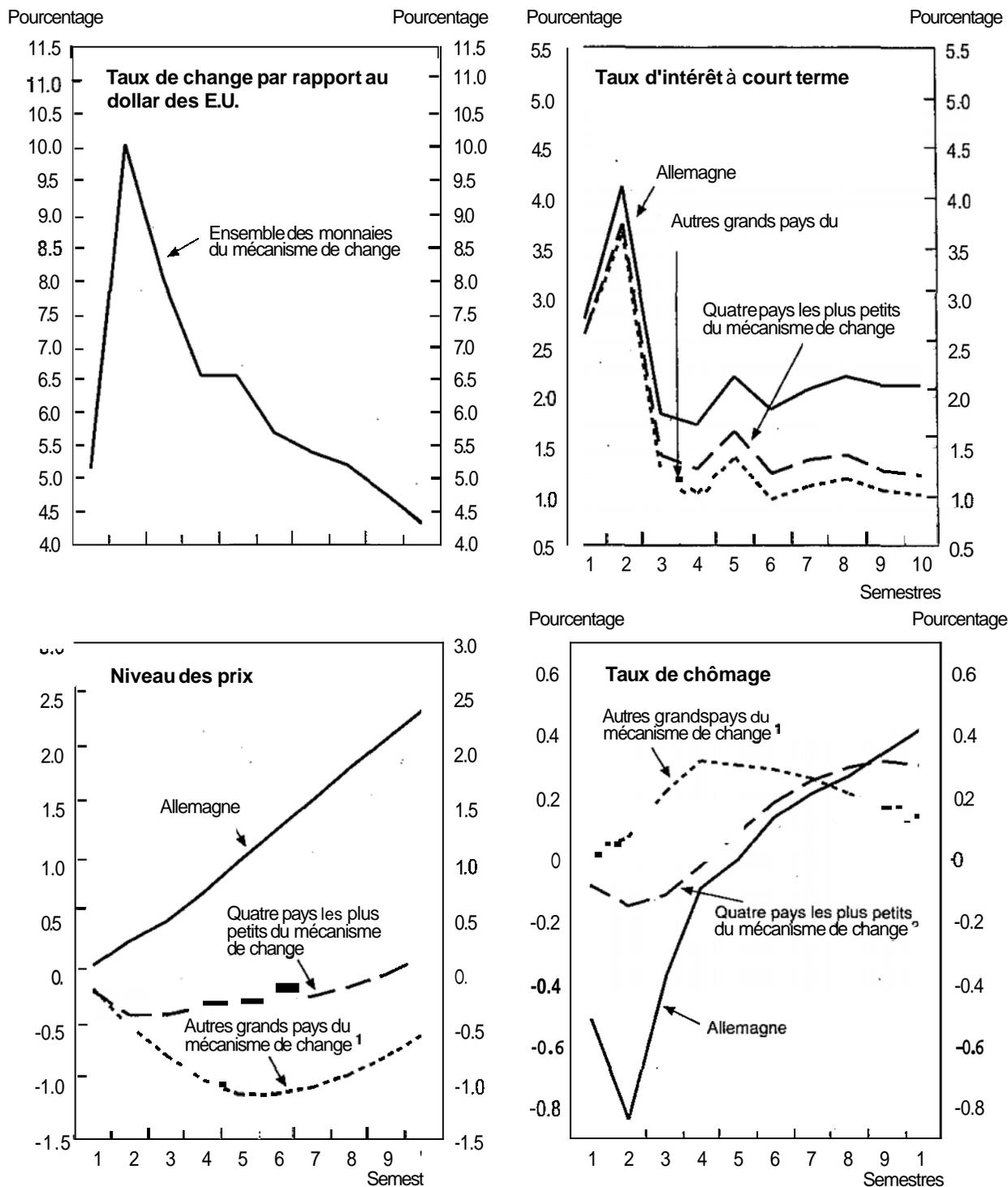
On a simulé les effets d'un choc budgétaire en Allemagne de 5 pour cent du PIB, ampleur qui correspond tout à fait à ce qui pourrait actuellement se produire. Pour la clarté de l'analyse, on suppose que la politique monétaire n'accompagne en rien la conjoncture. Par rapport à ce qui s'est effectivement produit à la suite de l'unification allemande, cette simulation stylisée aboutit à des augmentations plus fortes et plus rapides des taux d'intérêt et des taux de change et à une élimination également plus rapide de la poussée inflationniste, ce qui donne à penser que l'hypothèse d'un non-accompagnement total est trop stricte pour refléter la réalité.

À très court terme, une telle augmentation de la demande allemande a un certain effet expansionniste sur l'ensemble des autres pays membres du mécanisme de change du fait de la demande d'importation de l'Allemagne. Au-delà du court terme cependant, les conséquences d'une perturbation de la demande allemande sont négatives pour les autres pays membres du mécanisme de change dans la mesure où ceux-ci subissent le contrecoup des fortes réactions des taux d'intérêt et des taux de change vis-à-vis des pays non membres. D'après les simulations, un choc budgétaire permanent de 5 pour cent du PIB en Allemagne occidentale non accompagné par une augmentation de la masse monétaire fait monter les taux à court terme d'environ 4 points, entraîne une appréciation du deutschemark de l'ordre de 10 pour cent vis-à-vis du dollar des États-Unis et réduit les exportations nettes réelles de l'Allemagne d'environ 2.5 pour cent de PIB au cours de la première année qui suit le choc (graphique 2)⁸. Le stimulant budgétaire évince rapidement les exportations et l'investissement en Allemagne, et le coup porté au chômage la première année est très rapidement annulé. De son côté, le taux d'inflation augmente de moins de 0.6 point à la suite du choc bien que les effets cumulés sur le niveau des salaires et des prix tendent à s'intensifier pendant un certain temps.

Les autres pays membres du mécanisme de change partagent l'appréciation du taux de change et sont confrontés à une hausse des taux d'intérêt de l'ordre de 3.5 points au cours de l'année qui suit le choc. Bien que certains pays enregistrent momentanément une intensification de la demande allemande nette d'exportation, les exportations ont généralement baissé, à la fin de la deuxième année, notamment dans les grands pays membres du mécanisme de change. Les taux de chômage commencent à leur tour à monter, entraînant un léger recul de l'inflation des prix. En règle générale, les effets négatifs sur la production atteignent leur point culminant un à trois ans après la perturbation et se manifestent encore, modérément il est vrai, au-delà de cinq ans bien que la plupart des économies membres du mécanisme de change commencent à se redresser⁹.

Du point de vue des autres pays appartenant au mécanisme de change, une fois dissipé l'effet expansionniste initial produit par la demande d'importation de l'Allemagne, les effets nets du choc de la demande allemande sur les taux d'intérêt et

Graphique 2. Effets de contagion d'un choc budgétaire permanent de 5 pour cent en Allemagne sur les pays membres du mécanisme de change
Écart par rapport à la situation de référence



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.
2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas

Noie : Le choc d'une augmentation de 5 pour cent du PIB des achats publics de biens et services en Allemagne sans modification des dépenses publiques dans les autres pays membres du mécanisme de change sont supposés cibler leur effet de change sur l'Allemagne et l'on suppose que les variations de la marge autorisée. Avec le choc, les taux d'intérêt dans les autres pays du mécanisme de change s'écartent des taux allemands en raison de l'appréciation réelle du deutschemark et de la variation de la valeur nette des actifs en Allemagne.

Source : OCDE, données tirées avec le logiciel INTERLINK.

les taux de change sont presque exactement équivalents à ceux d'une contraction monétaire – la hausse des taux d'intérêt et des taux de change l'emportant sur l'accroissement de la demande allemande. Il est par ailleurs probable que les effets de contraction se manifesteront d'autant plus rapidement et de manière d'autant plus accusée que la dimension effective de la zone couverte par le mécanisme de change sera plus large. Le même choc budgétaire intervenant en Allemagne dans l'hypothèse où un ou deux autres pays seulement auraient lié leur taux de change au deutsche-mark ne fera monter les taux d'intérêt que dans ces un ou deux pays. Les autres pays, s'ils maintiennent leurs taux à un niveau plus faible, enregistreront une croissance plus dynamique ainsi qu'une certaine dépréciation de leur monnaie. (Les variations des taux de change, considérées comme des variations des prix relatifs entre les différents pays, auront des effets qui se neutraliseront sur les pays dont la monnaie s'apprécie et se déprécie.) Il se pourrait donc que le fait que le mécanisme de change soit effectivement parvenu à réduire l'inflation et l'instabilité des taux de change, et l'attrait qu'il exerce de ce fait sur de nouveaux membres et même sur des pays extérieurs à la Communauté européenne, aient contribué à la vulnérabilité du système à la suite du choc constitué par l'unification allemande.

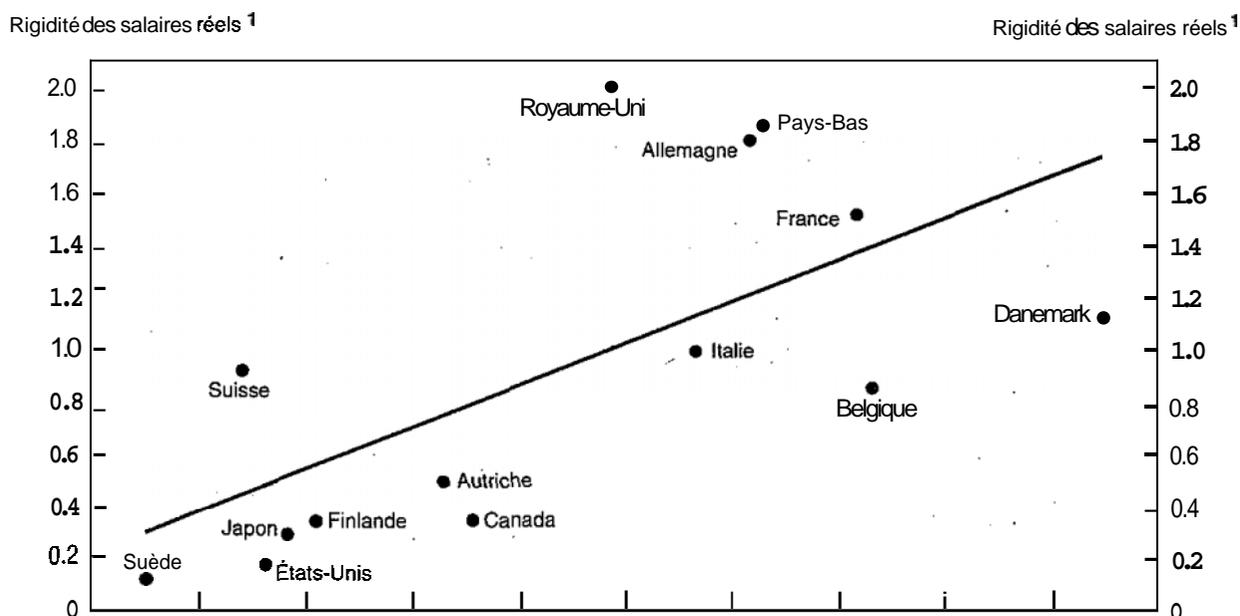
Le problème auquel les pays appartenant au mécanisme de change se trouvent confrontés est que la politique monétaire allemande ne peut simultanément assurer la réalisation des objectifs d'inflation en Allemagne et dans les autres pays membres du mécanisme où ils sont soumis à des chocs extrêmement différents au niveau de la demande. Étant donné que le mécanisme de change lie la politique monétaire dans les pays autres que l'Allemagne et qu'une politique budgétaire expansionniste ne constitue pas une option rationnelle dans la plupart des pays membres du mécanisme de change, l'asymétrie existant entre l'Allemagne et les autres pays membres signifie que le rapide retournement de l'orientation de la politique budgétaire allemande est probablement le meilleur moyen d'atténuer les pressions qui s'exercent sur la politique monétaire allemande.

IV. AJUSTEMENT AUX PERTURBATIONS INTERVENANT DU CÔTÉ DE L'OFFRE

A. Flexibilité présente et flexibilité accrue

Pas plus l'absence de mobilité de la main-d'œuvre que l'asymétrie des perturbations dans les différents pays membres du mécanisme de change ne diminueraient les avantages d'un régime de changes fixes si les économies réagissaient avec flexibilité aux distorsions de coûts. Force est cependant de constater que les mécanismes d'ajustement nécessaires à cet effet ne sont guère développés dans les pays membres du mécanisme de change. Outre la faible mobilité du marché du travail, ces pays doivent également supporter une forte augmentation du chômage pour compenser rapidement un choc donné au niveau de l'inflation (graphique 3). A long terme, la forte proportion de chômeurs de longue durée et leurs chances limitées de pouvoir sortir du

Graphique 3. Rigidité des salaires réels à court terme et progression du chômage



1. La rigidité des salaires réels à court terme est mesurée par le chômage supplémentaire (en pourcentage de la population active) nécessaire pour neutraliser l'impact à court terme exercé sur les salaires par un choc de 1 point sur les prix.

Source : OCDE (1989), données mises à jour pour tenir compte des variations du chômage jusqu'en 1990.

Tableau 4. Rigidité du marché du travail dans les pays membres du mécanisme de change

	Part des chômeurs de longue durée dans le chômage total (en pourcentage)		Sorties mensuelles du chômage (en pourcentage des chômeurs)	
	1983	1990	1983	1988
Allemagne	39.3	49.0'	6.2	6.3
France	42.2	43.9	3.5	3.7
Italie	57.7	70.4'	1.7	2.3
Royaume-Uni	47.0	40.8'	7.4	9.5
Espagne	52.4	54.0	1.0	1.3
Pays-Bas	50.5	49.9'	—	—
Belgique	66.3	76.3'	3.0	2.7
Danemark	33.0	25.9'	6.9	8.3
Irlande	36.9	67.3 ¹	5.4	3.2
Pour mémoire :				
États-Unis	13.3	5.6	37.8	45.7
Japon	13.1	19.1	14.8	17.2
Canada	9.9	5.7	25.2	30.8
Norvège	6.3	19.2	27.2	30.3
Suède	10.3	4.8	27.1	30.4

1. 1989.

Source : OECD (1991a) pour les données relatives au chômage de longue durée; OECD (1990) pour les sorties mensuelles du chômage.

chômage même après plusieurs années de croissance rapide donnent à penser que les marchés du travail des pays appartenant au mécanisme de change réagissent fort mal aux perturbations (tableau 4)¹⁰.

Nous traiterons ici de quatre questions : *i*) la capacité de réaction du marché du travail des pays membres du mécanisme de change (et de l'AELE) en régime de changes fixes aux perturbations intervenant au niveau des coûts et les avantages potentiels d'une flexibilité accrue du marché du travail et d'une meilleure crédibilité de la politique économique; *ii*) les effets de contagion d'un choc intervenant sur les coûts en Allemagne, du fait du rôle spécial de ce pays comme point d'ancrage du mécanisme de change; *iii*) les implications différentes d'un choc intervenant sur les coûts dans le contexte du mécanisme de change (c'est-à-dire dans le contexte de taux de change bilatéraux évoluant en fonction du taux du deutschemark) et dans le contexte de l'UME (dans laquelle l'objectif concernant le niveau général des prix ou le taux d'inflation sera défini pour l'ensemble des pays membres); enfin, *iv*) les implications de la rigidité du marché du travail et des politiques sociales pour la crédibilité d'un régime de changes fixes.

La facilité et la rapidité avec lesquelles les pays membres du mécanisme de change s'ajustent à la suite de perturbations intervenant au niveau des coûts sont d'une importance cruciale pour apprécier les pressions qui risquent de s'exercer sur les parités. Nous reviendrons sur ce point en utilisant des simulations du modèle INTERLINK pour estimer le degré actuel de réactivité et la façon dont celle-ci pourrait se modifier sur la base d'hypothèses différentes concernant la flexibilité des salaires et la crédibilité de la politique monétaire. Les résultats de ces simulations seront récapitulés aux graphiques 4A à 4D.

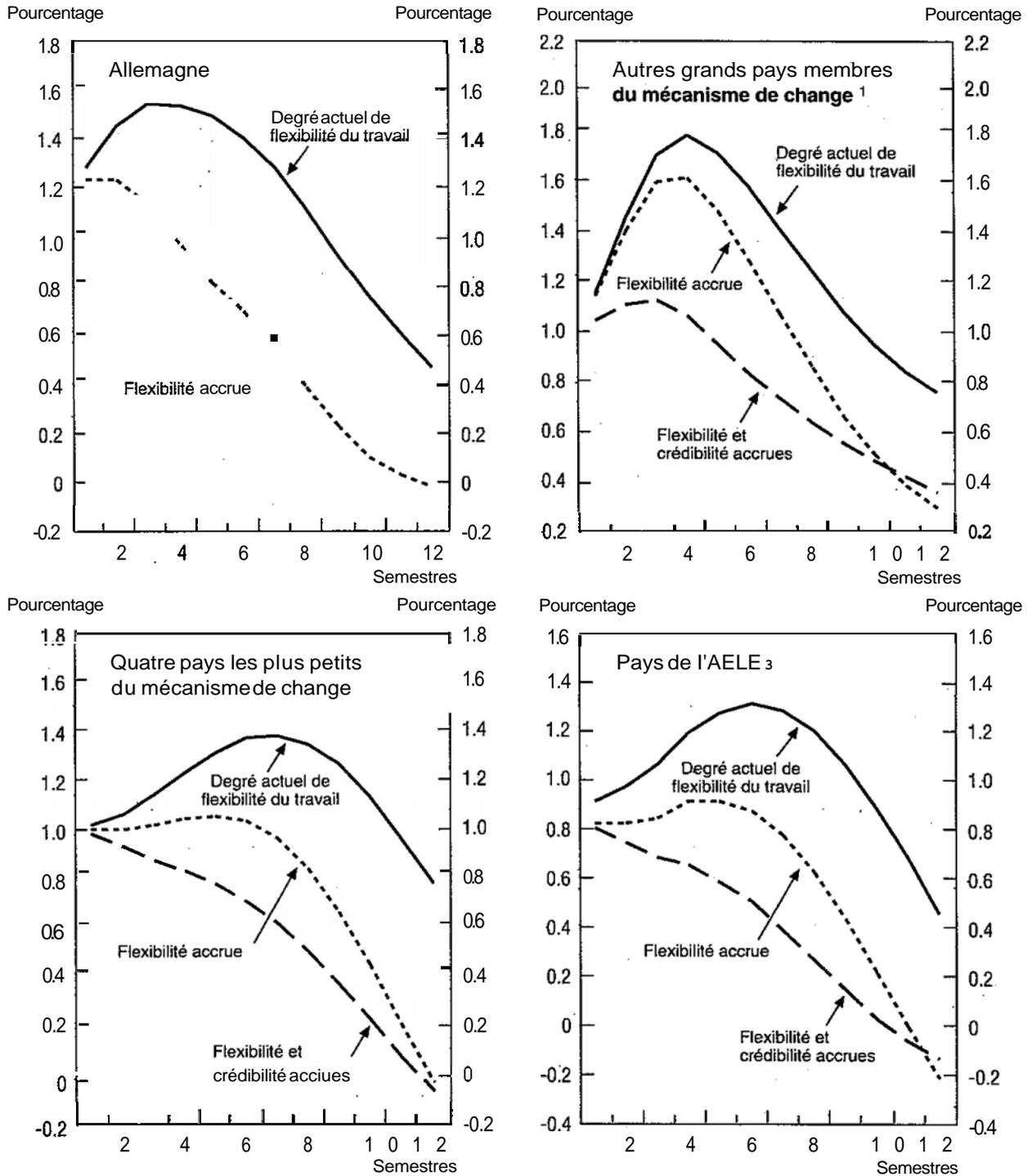
Les modifications des salaires et des prix relatifs ne contribuent au rétablissement de la Compétitivité que très lentement par rapport aux modifications des taux de change – et moyennant un coût élevé en termes de production. Comme le montrent les simulations effectuées avec le modèle INTERLINK, à la suite d'un choc localisé sur les salaires, les distorsions de salaires et de prix et l'élévation du taux de chômage sont loin d'être totalement résorbées cinq ans après la perturbation initiale, même si le mouvement tendant à rétablir la compétitivité commence à se dessiner un peu plus tôt. En résumé, il faut que le taux de chômage augmente de plus de 1 à 2 points sur cinq ans pour compenser un choc initial de 1 point sur les salaires (graphiques 4A-4D).

L'ajustement est plus rapide en Allemagne en raison des modifications du taux de change global du mécanisme de change vis-à-vis des autres monnaies et des effets de contagion négatifs exercés sur d'autres pays membres du mécanisme. Par rapport à un choc sur la demande en Allemagne, qui a au départ des effets de contagion positifs, une perturbation au niveau des salaires dans ce même pays a dès le début un effet de contraction sur les autres pays membres du mécanisme lorsqu'elle n'est pas accompagnée par la Bundesbank, dans la mesure où elle entraîne une hausse des taux d'intérêt et des taux de change mais où elle ne stimule guère la demande dans les pays voisins (graphique 5). Une politique d'accompagnement monétaire de la Bundesbank atténuerait probablement quelques-uns des problèmes à court terme posés aux autres pays membres du mécanisme de change, mais elle aurait des conséquences négatives pour la crédibilité de la Banque et de la future banque centrale de l'UME. Les effets de contagion des perturbations intervenant dans d'autres pays (par exemple l'incidence d'un choc salarial en France sur les salaires britanniques) sont limités.

Graphique 4. Effets intérieurs d'une augmentation localisée des salaires nominaux

Écart par rapport à la situation de référence

A. Effets sur le niveau des salaires intérieurs



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de Espagne.

2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

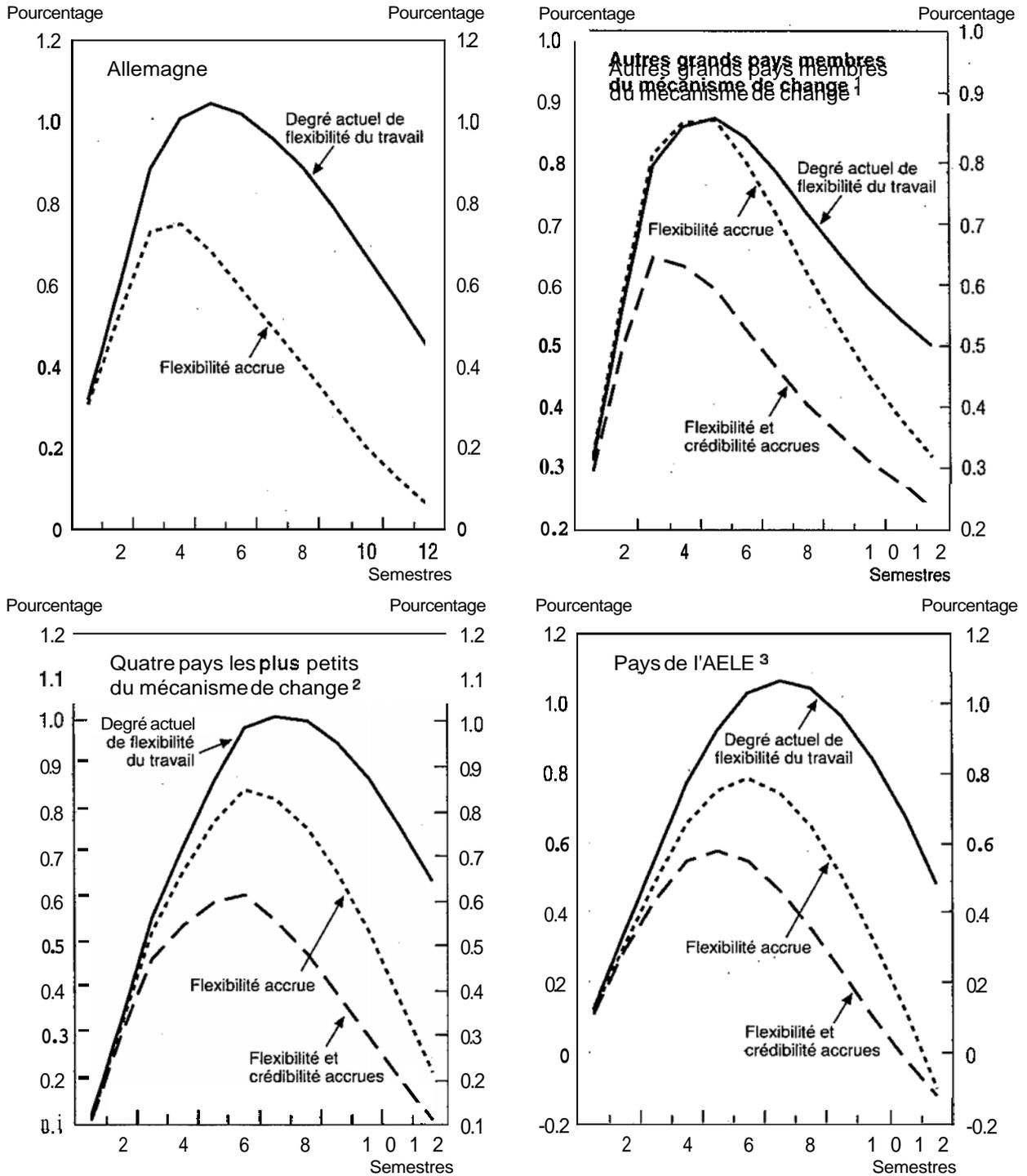
3. Moyenne pondérée du PIB de l'Autriche, de la Finlande, de la Norvège, de la Suède et de la Suisse.

Note : Effets d'une augmentation de 1 pour cent du niveau des salaires nominaux. Une simulation distincte a été faite pour un choc de salaire dans chaque pays. La flexibilité du marché du travail est renforcée en doublant la capacité de réaction des salaires aux perturbations conjoncturelles. La crédibilité est accrue en faisant dépendre les anticipations inflationnistes pour moitié de l'inflation allemande.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Graphique 4. (suite)

B. Effets sur l'indice implicite des prix de la consommation



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.

2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

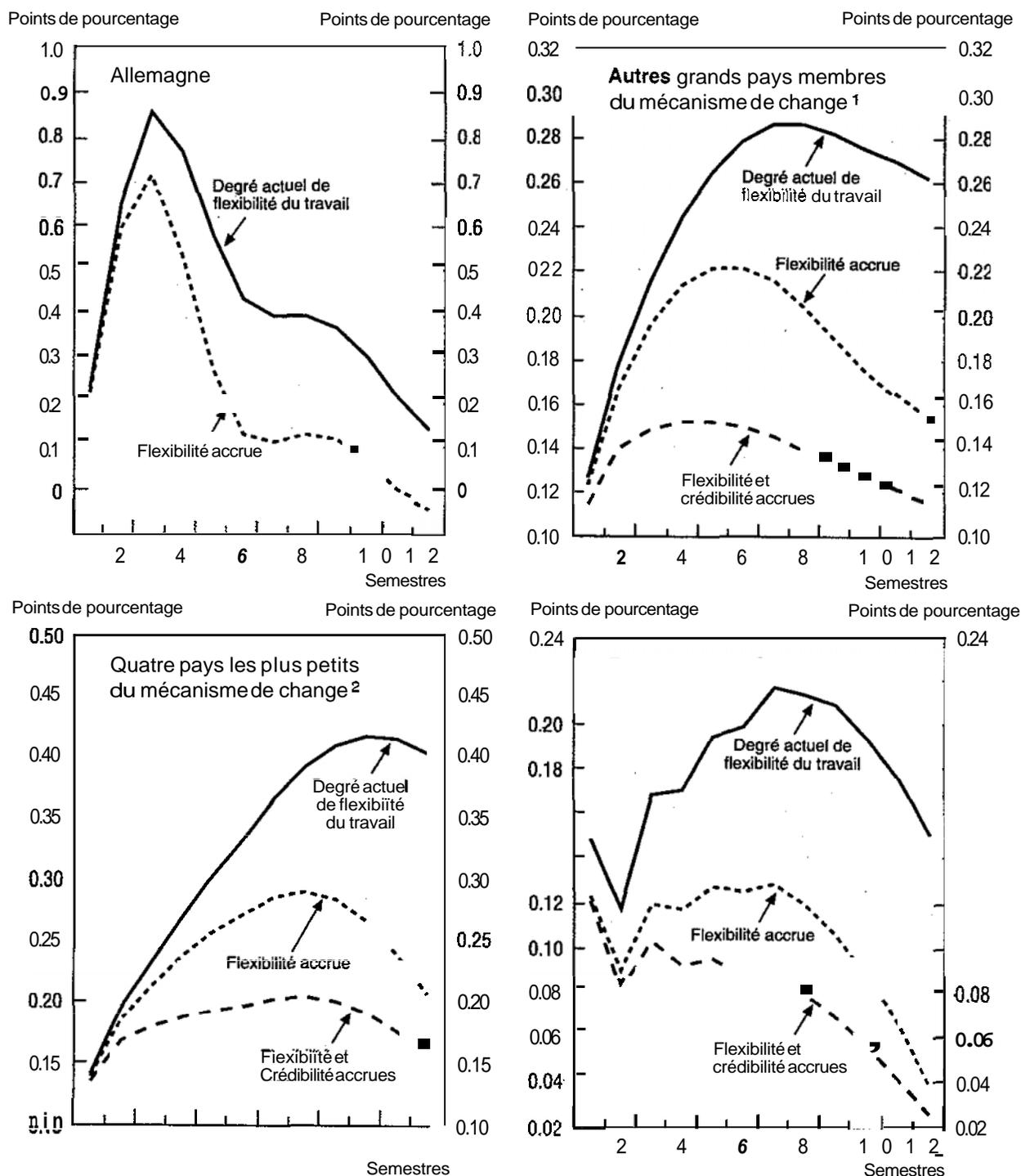
3. Moyenne pondérée du PIB de l'Autriche, de la Finlande, de la Norvège, de la Suède et de la Suisse.

Note : Effets d'une augmentation de 1 pour cent du niveau des salaires nominaux. Une simulation distincte a été faite pour un choc de salaire dans chaque pays. La flexibilité du marché du travail est renforcée en doublant la capacité de réaction des salaires aux perturbations conjoncturelles. La crédibilité est accrue en faisant dépendre les anticipations inflationnistes pour moitié de l'inflation allemande.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Graphique 4. (suite)

C. Effets sur le **taux** de chômage



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.

2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

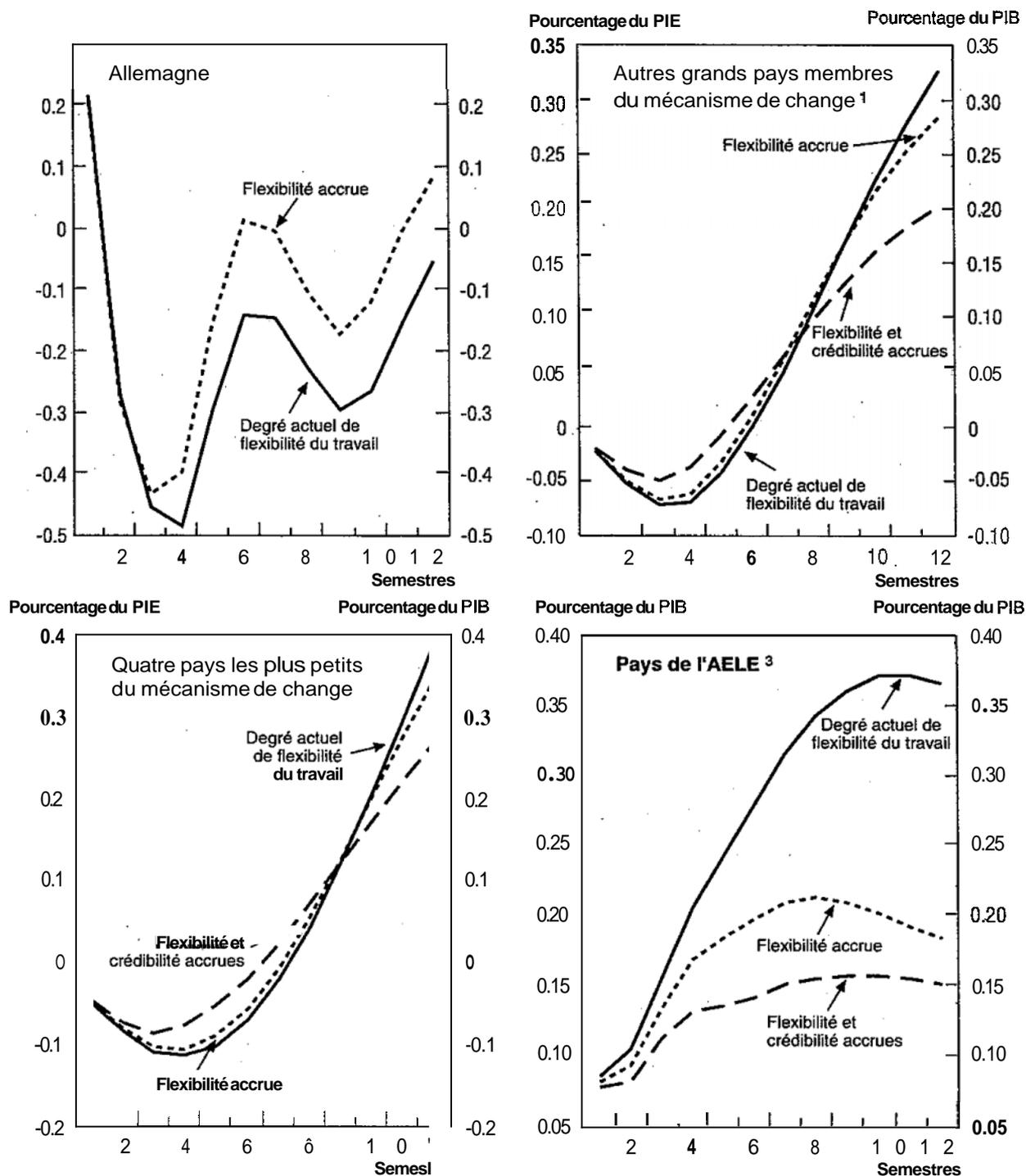
3. Moyenne pondérée du PIB de l'Autriche, de la Finlande, de la **Norvège**, de la Suède et de la Suisse.

Noie : Effets d'une augmentation de 1 pour cent du niveau des salaires nominaux. Une simulation distincte a été faite pour un choc de Salaire dans chaque pays. La flexibilité du marché du travail est renforcée en doublant la capacité de réaction des salaires aux perturbations conjoncturelles. La crédibilité est accrue en faisant dépendre les anticipations inflationnistes pour moitié de l'inflation allemande.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Graphique 4. (suite)

D. Effets sur la dette extérieure



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne

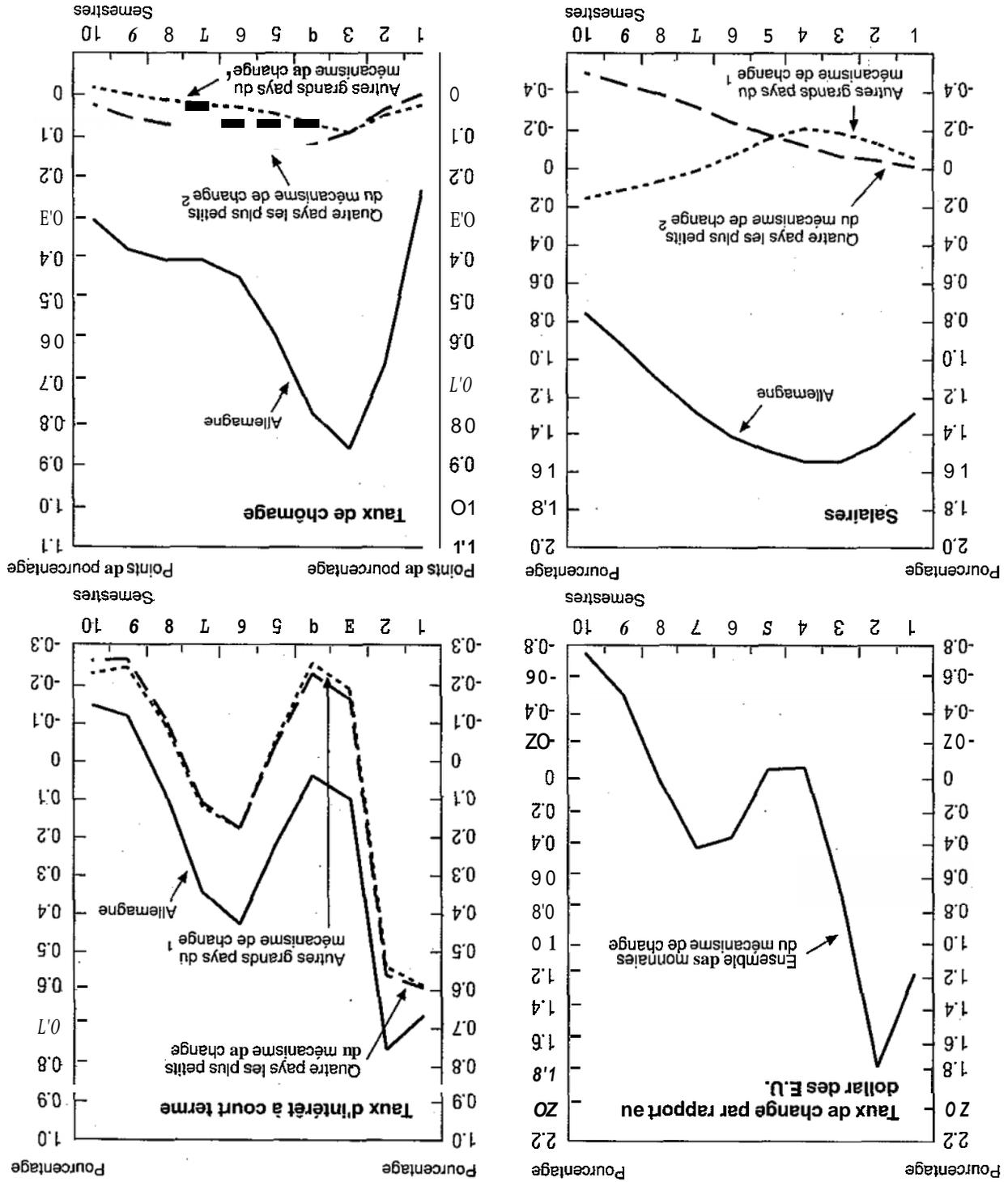
2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

3. Moyenne pondérée du PIB de l'Autriche, de la Finlande, de la Norvège, de la Suède et de la Suisse.

Note : Effets d'une augmentation de 1 pour cent du niveau des salaires nominaux. Une simulation distincte a été faite pour un choc de salaire dans chaque pays. La flexibilité du marché du travail est renforcée en doublant la capacité de réaction des salaires aux perturbations conjoncturelles. La crédibilité est accrue en faisant dépendre les anticipations inflationnistes pour moitié de l'inflation allemande.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Graphique 5. Effets de contagion d'un choc de salaires en Allemagne sur les pays membres du mécanisme de change
Écart par rapport à la situation de référence



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.
 2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.
 Note : Effets d'une argumentation de 1 pour cent du niveau des salaires nominaux en Allemagne. L'Allemagne axe sa politique sur la masse monétaire intérieure, et les autres pays du mécanisme de change sur leur taux de change avec l'Allemagne. On suppose que le comportement des salaires en Allemagne n'affecte qu'indirectement les salaires des autres pays par le biais de son incidence sur les taux d'intérêt et l'activité, et n'intervient pas directement par le jeu d'effets de crédibilité.
 Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Ces résultats économétriques risquent de sous-estimer les difficultés que soulève le rétablissement des salaires et des prix à leur niveau initial par rapport à ceux des pays concurrents à la suite d'un choc au niveau des coûts. Étant donné les faibles taux de croissance des salaires nominaux globaux, il est possible que certains travailleurs doivent accepter un gel ou une réduction des salaires nominaux, ce à quoi les marchés du travail se sont de tout temps opposés¹¹.

Une plus large ouverture sur l'extérieur des économies des pays membres du mécanisme de change, telle qu'elle devrait résulter de la réalisation du marché intérieur des biens et des services, risque de ne guère accélérer le rythme ou réduire le coût de l'ajustement du marché du travail, à la différence des effets exercés sur les perturbations intervenant au niveau de la demande. Une simulation faite en relevant de 25 pour cent les élasticités-prix et revenu de la demande d'importation n'a fait apparaître pratiquement aucune modification du sentier d'ajustement¹². La plus grande capacité de réaction de la demande étrangère et intérieure aux modifications des prix relatifs est pratiquement annulée par l'augmentation des élasticités-revenu de la demande d'importation, de sorte que la réduction de la demande affecte davantage les produits étrangers.

Une flexibilité accrue du marché du travail et une plus grande crédibilité des responsables de la politique économique peuvent réduire les coûts de l'ajustement en cas de chocs intervenant sur les prix, comme le montrent deux autres séries de simulation. Dans la première (dont les résultats sont illustrés par la courbe pointillée au graphique 4), la capacité de réaction des salaires réels globaux à une modification du chômage est doublée, le taux naturel de chômage restant fixe, par rapport à une situation de base¹³. Du fait de cette modification, la capacité de réaction des salaires au chômage dans les pays membres du mécanisme de change atteint pratiquement les niveaux des États-Unis. Dans le cas de la seconde simulation (courbe pleine « perlée » au graphique 4), la capacité de réaction des salaires est également doublée, et les anticipations inflationnistes sont déterminées pour moitié par le taux passé d'inflation intérieure et pour moitié par le taux passé d'inflation dans un pays à faible inflation, ce qui correspond à une meilleure crédibilité des autorités¹⁴. Ainsi, les marchés intérieurs du travail considèrent qu'un taux d'inflation supérieur à celui du pays à faible inflation est temporaire et sera rapidement corrigé. Il est cependant évident qu'une telle crédibilité serait rapidement compromise si les autorités tentaient de mettre à profit les faibles anticipations inflationnistes des marchés du travail pour suivre une politique exagérément expansionniste.

A l'extérieur de l'Allemagne, les effets de la perturbation initiale des salaires sont inférieurs d'environ 50 pour cent sur les salaires et d'environ un tiers sur le chômage au bout de cinq ans, alors que la sensibilité des salaires a doublé. L'essentiel de l'amélioration se produit deux à cinq ans après la perturbation initiale, la plus grande sensibilité au chômage empêchant le choc initial de déclencher une spirale salaires-prix. La crédibilité accrue, sous forme d'anticipations inflationnistes bien ancrées, apporte une puissante contribution supplémentaire à l'ajustement. En ne laissant se répercuter sur les salaires qu'une faible partie des augmentations induites de prix, la crédibilité rend moins nécessaire une aggravation du chômage. Néanmoins, la contribution marginale de la crédibilité à l'accélération de l'ajustement diminue à mesure que l'inflation retrouve le niveau de celle du pays de référence, de sorte que la conjonction d'une crédibilité et d'une flexibilité accrues est souhaitable du point de vue de l'ajustement global.

Les trois pays nordiques qui ont lié leur taux de change au mécanisme de change au début des années 90 ont été contraints de laisser flotter leur monnaie au second semestre de 1992. Il est cependant intéressant de voir comment les pays de l'AELE se comportent par rapport aux pays du mécanisme de change du point de vue de leur capacité de réaction. Les salaires réels globaux des pays de l'AELE paraissent dans l'ensemble assez flexibles, de sorte que les perturbations intervenant du côté de l'offre des *coûts* ont des effets secondaires limités et que les effets exercés sur le taux de chômage sont peu importants par rapport à ce qui se produit dans les pays membres du mécanisme de change. Dans le cas de ces pays, le plus préoccupant n'est peut-être pas tant leur capacité d'ajustement que leur susceptibilité à des chocs localisés du fait de leur structure économique et de la configuration de leurs échanges. De même que dans le cas des pays membres du mécanisme de change, une plus grande capacité de réaction à la situation du marché du travail et une crédibilité renforcée réduisent sensiblement le coût de l'ajustement; celui-ci est pratiquement terminé au bout de cinq ans dans les pays de l'AELE.

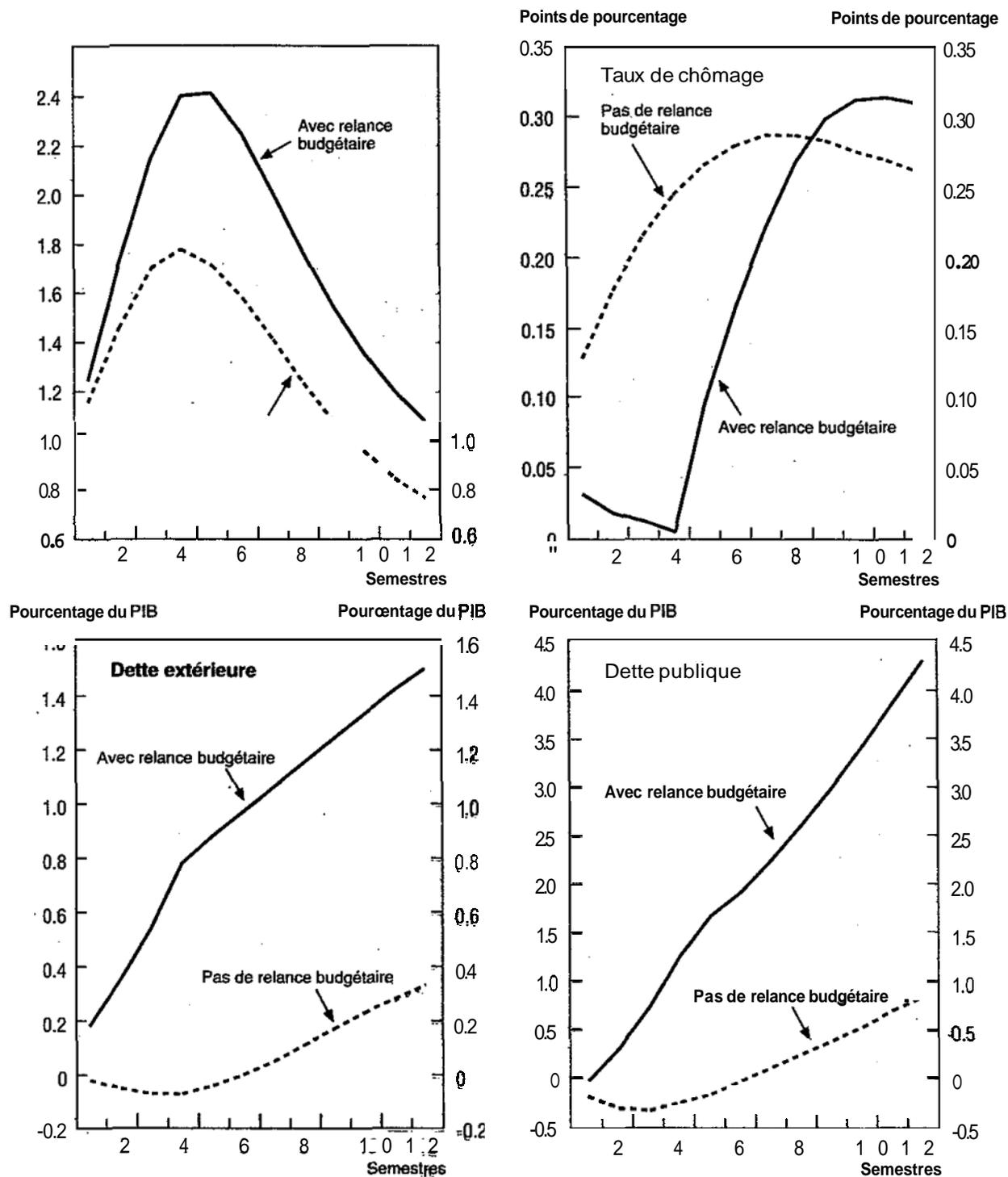
B. Perturbations au niveau de l'offre et politique budgétaire discrétionnaire

Si la distinction entre les perturbations de l'offre et de la demande ne pose pas de problème en théorie, il n'en va pas de même dans la pratique. Ainsi, la recrudescence de l'inflation au Royaume-Uni à la fin des années 80 tiendrait, selon l'analyse faite dans OCDE (1991*b*), à ce que l'on ait considéré à tort comme des augmentations de salaire inflationnistes une amélioration des rémunérations réelles justifiée par l'accélération des gains de productivité. Certaines des erreurs de politique économique des années 70 paraissent résulter de l'effort entrepris pour contenir le chômage à un faible niveau alors même que le taux naturel de chômage tendait à augmenter. Dans un régime de taux de change fixes, les erreurs des responsables de la politique économique concernant l'identification de la nature du choc sous-jacent peuvent avoir des conséquences particulièrement dommageables. Les coûts ultimes de l'ajustement peuvent se trouver sensiblement alourdis si une baisse de la demande due à une distorsion des coûts est considérée, à tort, comme un recul exogène de la demande globale, appelant des mesures budgétaires compensatoires. Si l'on donne effectivement à la politique budgétaire un tour expansionniste, on aggrave la distorsion naissante en soutenant la croissance de la demande globale, des salaires et des prix, alors qu'une certaine modération serait de mise.

On peut apprécier l'ampleur des pertes potentielles résultant d'une impulsion budgétaire inopportune en simulant les effets d'une augmentation de 1 point des salaires, augmentation dont les conséquences sur l'emploi sont atténuées pendant les deux premières années par une incitation budgétaire temporaire égale à 1 pour cent du PIB. Cette incitation neutralise presque totalement l'aggravation initiale du chômage imputable à l'augmentation des salaires, mais au prix d'une distorsion finale des salaires et des prix qui est plus importante d'environ $\frac{1}{2}$ point qu'elle ne le serait en l'absence d'incitation (graphique 6). L'augmentation de la dette extérieure et de la dette publique est supérieure de 1 à 2 points de PIB à ce qu'elle aurait été en l'absence de stimulation de la demande. La même prudence devrait être de mise pour les interven-

Graphique 6. Effets de mesures visant à compenser par une relance budgétaire les effets sur l'emploi d'une perturbation de salaires
Écart par rapport à la situation de référence

A. Grands pays membres du mécanisme de change autres que l'Allemagne¹



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.

2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

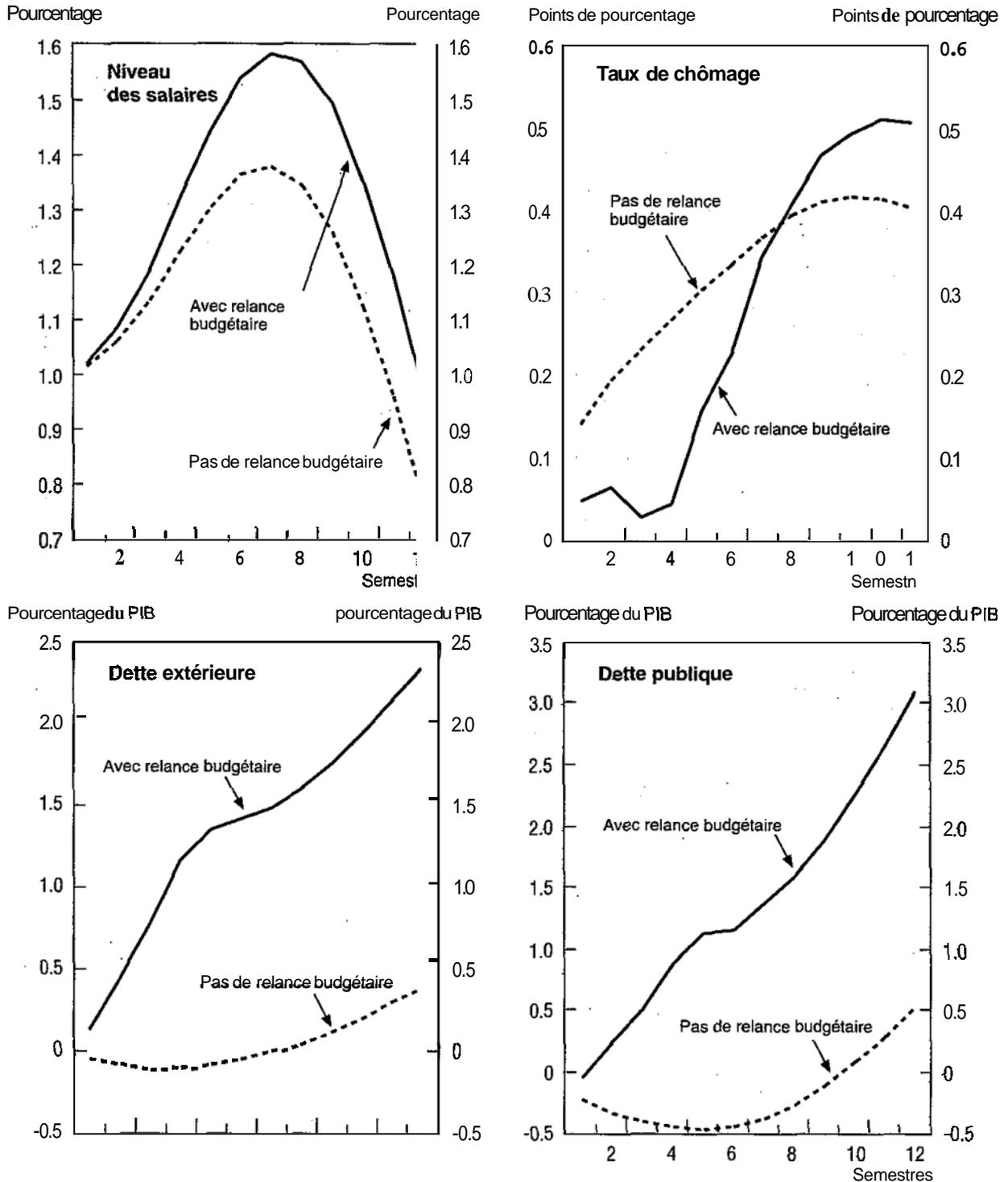
Note : Le scénario sans relance budgétaire est le même que celui illustré au graphique 4. Dans le scénario avec relance budgétaire, les autorités tentent de compenser l'aggravation du chômage par une augmentation temporaire du niveau des dépenses publiques égale à 1 pour cent du PIB, et ce pendant deux années. Bien qu'elle ne soit pas illustrée ici, l'évolution observée en Allemagne sur la base des mêmes hypothèses est qualitativement la même.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

Graphique 6. (suite) **Effets de mesures visant à compenser par une relance budgétaire les effets sur l'emploi d'une perturbation de salaires**

Écart par rapport à la situation de référence

B. Petits pays membres du mécanisme de change²



1. Moyenne pondérée du PIB de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni et de l'Espagne.

2. Moyenne pondérée du PIB de la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas.

Note : Le scénario sans relance budgétaire est le même que celui illustré au graphique 4. Dans le scénario avec relance budgétaire, les autorités tentent de compenser l'aggravation du chômage par une augmentation temporaire du niveau des dépenses publiques égale à 1 pour cent du PIB, et ce pendant deux années. Bien qu'elle ne soit pas illustrée ici, l'évolution observée en Allemagne sur la base des mêmes hypothèses est qualitativement la même.

Source : OCDE, simulations avec le modèle INTERLINK.

tions des autorités supranationales. Si une impulsion inopportune sur la demande opérée par une autorité supranationale n'a que des effets très limités sur le niveau de la dette publique du pays où se produit le choc, le retard apporté à l'ajustement a les mêmes effets négatifs sur la compétitivité.

C. Taux de change fixes ou union monétaire : effets intérieurs et extérieurs

Le passage d'un objectif de taux de change fixes pour les membres du mécanisme de change autres que l'Allemagne à une politique monétaire expressément conçue à l'échelle de l'UME (l'objectif étant la masse monétaire de l'ensemble de l'UME) a pour effet de mettre un terme à l'asymétrie entre l'Allemagne et les autres pays appartenant au mécanisme. Dans le cadre du mécanisme de change, les taux d'intérêt et les taux de change de tous les pays membres sont déterminés par les conditions régnant en Allemagne, tandis que les chocs intervenant dans les autres pays membres ont relativement peu d'incidence en dehors des frontières nationales. Dans le cadre de l'UME, chaque pays aura sur la politique monétaire de l'ensemble de la zone un effet à peu près proportionnel à sa dimension.

Dans le cas d'un choc au niveau des coûts en Allemagne, l'UME diffère du mécanisme de change par l'effet plus atténué sur les taux d'intérêt allemands et la modification plus réduite du taux de change par rapport aux pays extérieurs au mécanisme. Face à des chocs au départ équivalents, les salaires allemands augmentent davantage, et le profil du taux de chômage est plus plat, dans le cadre de l'UME que dans celui du mécanisme de change. Les pays de l'UME autres que l'Allemagne enregistrent une plus faible appréciation de leur taux de change, mais les différences de réaction entre l'UME et le mécanisme de change sont généralement peu importantes. Les implications d'un choc localisé au niveau des coûts dans d'autres pays sont presque totalement internes dans le cadre du mécanisme de change. En revanche, l'objectif monétaire fixé pour l'ensemble de l'UME signifie que les perturbations au niveau des coûts dans un pays quel qu'il soit affecteront les taux de change et les taux d'intérêt dans toute l'UME. Pour un grand pays, comme la France, cela implique qu'une perturbation intérieure au niveau des coûts aura un effet légèrement plus important sur les taux d'intérêt et les taux de change dans l'ensemble de la zone, mais un effet plus limité sur les taux d'intérêt intérieurs. À l'extérieur de la France, les effets d'un choc intervenant au niveau des coûts français sont légèrement, mais indéniablement, négatifs dans la mesure où les effets de taux de change sont les plus importants. S'agissant d'un petit pays, comme les Pays-Bas, les ajustements sont pratiquement identiques dans le cadre du mécanisme de change comme dans celui de l'UME, et les implications extérieures sont limitées.

V. PROBLÈMES DE CONVERGENCE

Conformément aux objectifs inscrits dans le traité de Maastricht, l'inflation et les déficits budgétaires doivent être ramenés à de faibles niveaux avant la création de l'UME. Ces mesures, extrêmement souhaitables pour assurer la viabilité de l'UME,

méritent de toute façon d'être prises qu'il y ait ou non UME. Les coûts qu'elles risquent d'entraîner au niveau de la production, à supposer qu'elles en aient, ne devront donc pas être essentiellement imputés à l'UME mais s'inscrivent dans la ligne des politiques à moyen terme de stabilisation macro-économique que la plupart des gouvernements se sont engagés à mettre en œuvre. Les coûts d'ajustement qui en sont le corollaire peuvent être considérés, on l'a vu, comme partiellement le reflet des rigidités micro-économiques qui caractérisent bon nombre de pays appartenant au mécanisme de change.

Plus précisément, selon les dispositions du traité de Maastricht, le rythme de hausse des prix à la consommation ne doit pas dépasser de plus de 1 point et demi celui des trois états membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix (encore que les coefficients de pondération appliqués aux trois taux d'inflation les plus bas ne soient pas clairement précisés), le déficit budgétaire des administrations publiques doit être inférieur à 3 pour cent du PIB, et la dette publique brute doit être inférieure à 60 pour cent du PIB. Si l'objectif relatif au niveau de la dette apparaît irréalisable pour les pays dont l'endettement représente au départ un fort pourcentage du PIB, le traité de Maastricht semble autoriser une certaine flexibilité si les politiques mises en œuvre sont telles que l'on puisse compter sur la réalisation de l'objectif dans le moyen ou le long terme.

Étant donné les incertitudes qui entourent toutes les projections quelles qu'elles soient concernant la convergence, il pourrait être beaucoup plus intéressant d'aborder la question sur le plan de l'analyse plutôt que de vouloir mettre au point des scénarios chiffrés. Ainsi, il se pourrait fort bien qu'en raison de la lenteur de la croissance observée en 1992 et (probablement) en 1993, la plupart des pays se trouvent plus proches de la convergence sur le plan de l'inflation mais plus éloignés de celle en matière de déficit qu'on ne l'avait antérieurement escomptée. Pour faciliter la convergence, il faudra que les taux d'intérêt européens s'inscrivent fortement en baisse et que les pays mettent à profit l'amélioration des perspectives de croissance pour réduire leur déficit. A l'inverse, dans un contexte caractérisé par des taux d'intérêt élevés et une croissance ralentie, les réductions budgétaires requises pourraient être difficiles à mettre en œuvre. En fait, même si l'on redéfinissait l'objectif fixé concernant les déficits pour qu'il ne s'applique qu'aux déficits structurels, sa réalisation pourrait demeurer difficile si les effets d'entraînement paraissaient peu probables.

Il sera sans doute moins difficile d'assurer la convergence des taux d'inflation que de ramener les déficits budgétaires au niveau prévu de 3 pour cent du PIB. Selon les prévisions présentées dans OCDE (1992*b*), dans les pays du SME où elle est la plus faible, l'inflation devrait se situer en moyenne aux alentours de 2 pour cent d'ici la fin de 1994, de sorte que la convergence devrait se faire aux alentours d'un taux de 3.5 pour cent, en supposant que les taux d'inflation relatifs demeurent stables au cours des années suivantes (tableau 5). Le processus de désinflation paraît suffisamment bien engagé pour les toutes prochaines années pour que la convergence en matière de taux d'inflation soit à la portée de la plupart des pays du SME. Il se pourrait en outre que dans les quatre pays où l'effort de désinflation devrait se poursuivre au-delà de 1994 – Italie, Royaume-Uni, Portugal et Espagne –, les taux de chômage demeurent pendant un certain temps au-dessus de leur niveau de 1992, assurant la poursuite du processus désinflationniste. Au Royaume-Uni et en Espagne, on prévoit que la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre sera inférieure à 3.5 pour cent d'ici 1994.

	Réduction requise après 1992 (niveaux entre parenthèses)		Réduction requise après 1994 (niveaux entre parenthèses)	
	Points de pourcentage			
Allemagne	0.8	(4.8)	—	(3.0)
France	—	(2.9)	—	(2.2)
Italie	1.4	(5.4)	1.8	(5.3)
Royaume-Uni	1.4	(5.4)	0.7	(4.2)
Belgique	—	(2.5)	—	(2.7)
Danemark	—	(2.1)	—	(1.8)
Irlande	—	(3.6)	—	(2.6)
Pays-Bas	—	(3.3)	—	(2.0)
Portugal	5.2	(9.2)	2.4	(5.9)
Espagne	2.5	(6.5)	1.2	(4.7)

1. L'inflation est mesurée par l'augmentation annuelle de l'indice implicite des prix de la consommation privée.

Note : Les réductions requises de l'inflation sont calculées par rapport à la moyenne des trois pays à faible taux d'inflation.

Source : Les projections concernant l'inflation sont tirées de OCDE (1992b).

La réduction des déficits budgétaires est en revanche beaucoup moins bien assurée. Le fait est que, ces dernières années, les déficits budgétaires effectifs et structurels se sont creusés dans nombre de pays membres du SME. En 1992, les déficits de la plupart de ces pays restaient très supérieurs au seuil de 3 pour cent, qu'on les mesure en termes effectifs ou correction faite de la conjoncture (tableau 6). Les projections présentées par l'OCDE (OCDE, 1992b) tablent sur une sensible réduction des déficits, mais ce résultat ne sera possible que si les taux d'intérêt ont baissé et si les perspectives de croissance se sont améliorées d'ici la fin de 1993. Même s'ils parvenaient à réduire fortement leur déficit au cours de la période 1993-94, l'Italie, le Royaume-Uni, la Belgique, les Pays-Bas, l'Espagne et le Portugal auraient encore des déficits budgétaires supérieurs à l'objectif de Maastricht à la fin de 1994.

Une baisse des taux d'intérêt faciliterait les réductions budgétaires requises de plusieurs manières. Très directement, dans les pays où la dette publique est élevée, comme l'Italie, l'Irlande et la Belgique, des taux d'intérêt plus faibles allègent la charge du service de la dette. De fait, dans ces pays, les déficits budgétaires effectifs et structurels se réduisent d'un peu plus de 1 pour cent du PIB pour chaque point de baisse des taux d'intérêt. Dans d'autres pays, comme le Royaume-Uni, l'Espagne et le Portugal, la composante structurelle du déficit devrait, selon les prévisions, être relativement limitée d'ici la fin de 1994. La poursuite de la réduction du déficit au cours des deux années suivantes pourrait être facilitée si des taux d'intérêt peu élevés et le retour progressif de la croissance à son taux tendanciel au cours de la période 1995-1997 entraînaient une amélioration conjoncturelle du budget. Qui plus est, dans le cas de la Belgique et des Pays-Bas, où des mesures supplémentaires axées sur les déficits structurels pourraient se révéler nécessaires, l'expérience montre que les réductions du déficit dans des économies ouvertes de ce type se répercutent largement sur des pays tiers.

Tableau 6. Solde financier effectif et structurel des administrations publiques en pourcentage du PIB¹

	1992		1994	
	Effectif	Structurel	Effectif	Structurel
Allemagne	-3.2	-4.2	-2.7	-2.5
France	-2.8	-2.0	-2.9	-1.8
Italie	-11.1	-10.3	-8.9	-6.9
Royaume-Uni	-6.6	-4.0	-6.7	-3.2
Belgique	-6.1	-7.5	-4.4	-5.4
Danemark	-2.6	-0.7	-1.8	-0.1
Grèce	-13.2	-13.4	-9.5	-9.4
Irlande	-2.5	-3.1	-2.8	-2.1
Pays-Bas	-3.8	-4.8	-3.1	-3.9
Portugal	-5.4	-5.5	-4.2	-2.7
Espagne	-4.7	-4.2	-3.8	-1.5

1. Les soldes structurels sont exprimés en pourcentage du PIB tendanciel.

Source : OCDE (19920).

Les effets restrictifs exercés par une réduction du déficit dans des pays comme l'Italie, où les déficits structurels devront sensiblement diminuer après 1994, peuvent également être atténués par une contraction des écarts d'intérêt avec l'Allemagne. Une telle contraction dépend pour une large part de l'allure des politiques macro-économiques et structurelles internes. Néanmoins, il se pourrait aussi qu'elle soit fortement tributaire d'une baisse du niveau global des taux d'intérêt européens, dans la mesure où les marchés auront le sentiment que les taux de change présentent moins de risques si le plancher des taux d'intérêt européens, tel qu'il est effectivement fixé en Allemagne, est peu élevé. Dans une telle situation, l'avantage potentiel d'un flottement des monnaies est réduit, tandis que la réduction du déficit et la stabilité du taux de change apparaissent comme le meilleur moyen d'éliminer les écarts de taux d'intérêt. Néanmoins, si les taux allemands demeurent élevés, les marchés pourraient s'interroger sur la possibilité de procéder à d'importantes coupes budgétaires lorsque les possibilités d'effet d'attraction sont limitées. Le risque monétaire pourrait également sembler plus élevé si l'on avait le sentiment que l'affaiblissement des perspectives de croissance pourrait entraîner de nouvelles fluctuations des monnaies.

Un certain nombre d'autres considérations sont également importantes. En particulier, dans un contexte caractérisé par de faibles taux d'intérêt, les effets de confiance d'une réduction concertée de l'inflation et des déficits budgétaires pourraient entraîner une croissance de la demande plus rapide que celle sur laquelle on pourrait tabler sur la base d'une analyse normale multiplicateur/accélérateur. Il en résulterait une nouvelle augmentation des recettes et une baisse des paiements au titre du service de la dette. De même, des réformes structurelles, notamment sur les marchés du travail, pourraient abaisser les coûts de l'emploi à deux égards – d'abord en renforçant la capacité de réaction des salaires réels face à une aggravation du chômage, et deuxièmement en faisant reculer le taux naturel du chômage. Il est cependant difficile de dire à quel rythme ces changements de politique auront une incidence sur la confiance et les coûts de l'ajustement.

VI. QUELQUES CONSÉQUENCES POUR LA CONDUITE DE L'ACTION

A. Amélioration de la flexibilité du marché du travail

Il est peu probable que la mobilité de la main-d'œuvre se renforce sensiblement au sein de la Communauté européenne dans les années à venir. Elle pourrait être grandement améliorée entre les pays membres du mécanisme de change si les salaires réels témoignaient d'une plus grande sensibilité aux excédents d'offre et de demande. Une flexibilité accrue des salaires réduirait le taux de chômage nécessaire pour rétablir l'équilibre à la suite de distorsions des salaires réels. En l'absence d'une plus grande flexibilité des salaires, une flexibilité supplémentaire des prix des produits conduirait encore à d'importants ajustements de la production du fait de la compression des marges bénéficiaires et des réductions de production et de capacité décidées par les entreprises.

Au plan national, certaines améliorations ont été constatées dans le fonctionnement des marchés du travail. Un certain nombre de pays dans lesquels le système d'indemnisation du chômage avait contribué à l'ampleur du chômage structurel ont engagé des réformes visant à réduire la générosité des prestations. Les Pays-Bas s'attaquent actuellement aux distorsions dues à la libéralité avec laquelle sont attribuées les pensions d'invalidité, tandis que l'Irlande a mis sur pied un système de négociations centralisées qui, espère-t-on, fera prendre davantage conscience aux partenaires sociaux des incidences macro-économiques de leurs accords.

Si une certaine harmonisation des réglementations relatives au marché du travail peut se justifier, il importe d'éviter de mettre sur pied des structures susceptibles d'aggraver les rigidités. Les programmes qui fixent des minimums légaux pour certaines prestations, telles que le salaire minimum ou l'indemnisation du chômage, sont probablement plus contraignants pour les pays pauvres que pour les pays riches; ils risquent donc d'affecter davantage la flexibilité du marché du travail dans les pays pauvres. Dans la mesure où ces transferts seront financés par des fonds communautaires et non par des fonds nationaux, les pays pauvres seront incités à demander que l'on relève le niveau de ces prestations malgré les éventuels effets négatifs que cela pourrait avoir sur l'ajustement. L'existence de syndicats ou de négociations salariales à l'échelle européenne pourrait également freiner l'ajustement des salaires réels qui est nécessaire au niveau des différents pays.

B. Implications pour la crédibilité des taux de change fixes

Bien que les résultats des simulations analysés plus haut se réfèrent à l'ajustement rendu nécessaire par des chocs au niveau des coûts, ils ont également des implications en ce qui concerne la convergence nécessaire des taux d'inflation et la configuration finale des parités des monnaies avant la fixation définitive des taux de change. Si l'on se trouve au départ en présence de distorsions des taux de change ou

d'un manque de convergence des taux d'inflation, les marchés jugeront peut-être que des taux de change fixes ne sont pas totalement crédibles en longue période en considérant que les coûts de l'ajustement et, au bout du compte, les coûts politiques internes risquent d'être inacceptables. Il se pourrait que ces doutes persistent même si les autorités parviennent à préserver les parités à court terme¹⁵. Il se pourrait en fait que les doutes du marché ne disparaissent pas totalement même si les gouvernements ont bel et bien respecté leurs engagements de défendre les parités. Si les marchés restent méfiants, ils ne réserveront pas le même traitement à la dette des différents pays et imposeront une prime de risque plus élevée aux pays qui ont plus de mal à parvenir à la convergence, ce qui retardera la concrétisation de certains des avantages découlant de l'adoption de taux de change fixes.

Des mesures visant à réduire les coûts de la convergence ou à respecter l'engagement en matière de taux de change renforceront donc la confiance des marchés dans la viabilité des parités. Un allègement des coûts de l'ajustement pourrait donc avoir des effets positifs supplémentaires en renforçant la crédibilité des taux de change fixes avant la mise en place de l'UME. Les marchés douteront moins de la viabilité des engagements macro-économiques et de change s'ils sont rassurés sur l'aptitude des économies à réagir avec souplesse en cas de perturbations. La crédibilité sera également renforcée si les politiques macro-économiques, structurelles et sociales apparaissent comme allant toutes dans la même direction.

Au cours de la période précédant la création de l'UME, la crédibilité des engagements de change pris dans le cadre du mécanisme de change sera également favorisée par une baisse des taux d'intérêt allemands. Une telle mesure permettrait d'atténuer l'effet de freinage exercé par les efforts d'assainissement budgétaire dans les pays fortement déficitaires. La perte de production étant moindre, les marchés font plus facilement confiance dans la compatibilité d'une réduction des déficits et de performances économiques satisfaisantes avec un régime de taux de change fixes. Par voie de conséquence, la prime de risque imposée sur les monnaies appartenant au mécanisme de change autres que le deutschemark pourrait diminuer, ce qui resserrerait les écarts d'intérêt au sein du mécanisme et donnerait un élan supplémentaire à l'effort d'assainissement budgétaire.

C. Nécessité de fixer des objectifs budgétaires

Les marchés de produits étant plus étroitement intégrés, l'efficacité de la politique budgétaire locale se trouvera réduite. Même aux niveaux actuels d'intégration, les multiplicateurs intérieurs paraissent peu élevés. Il y aurait donc lieu de centrer la politique budgétaire davantage sur la fourniture de biens publics et la garantie de ressources, et moins sur la gestion de la demande¹⁶. Une autre école conclut pour sa part à l'intérêt de réduire la responsabilité de la politique budgétaire en faisant valoir qu'une politique budgétaire expansionniste menée par un seul pays n'aura guère d'effet sur le taux d'intérêt commun et pourra donc être envisagée (encore qu'au-delà d'un certain point, les marchés risquent d'être peu disposés à accepter les obligations émises par des gouvernements lourdement endettés sans une prime de risque supplémentaire). Dans ce cas, les différents pays seront tentés de mener une politique

budgétaire expansionniste. Les résultats analysés plus haut donnent à penser que l'intérêt décroissant d'une impulsion budgétaire risque fort de l'emporter sur les avantages offerts par un taux d'intérêt commun. De même, la position d'endettement défavorable dans laquelle se trouvent au départ bon nombre de pays risque de les faire hésiter à contracter des obligations supplémentaires aussi longtemps que la charge de la dette n'aura pas été stabilisée ou réduite.

Le traité de Maastricht interdit la monétisation des déficits publics. Si l'on tient également compte des considérations formulées plus haut, il semble que les gouvernements devraient être fortement incités à suivre une politique budgétaire prudente aussi longtemps qu'ils ne pourront compter sur le secours des finances publiques ou de l'inflation pour le cas où la dette deviendrait ingérable. Il se pourrait cependant que tel ou tel pays ait le sentiment que ses partenaires au sein de l'UME ne sont nullement disposés à laisser échouer l'union monétaire – autrement dit, à laisser un pays ne pas honorer sa dette publique ou quitter l'union. Le fait qu'un seul pays soit dans l'incapacité de demeurer dans l'UME jetterait un doute sur les autres pays, de la même façon que de brusques tensions sur les marchés des changes sont contagieuses dans certaines circonstances, faisant monter les primes de risque et réduisant à néant l'essentiel des avantages de l'union monétaire. Cette perte de crédibilité s'étendant aux autres pays, on peut considérer qu'il s'agit d'un bien public, et les autres pays membres de l'UME seront incités à venir au secours du débiteur en difficulté.

L'influence exercée par l'UME sur les différents pays membres est cependant beaucoup plus forte dans les premiers temps de l'union, dans la mesure où un pays peut se voir refuser son adhésion ou peut se voir reléguer au rang de membre de deuxième zone sans qu'il en résulte le moindre préjudice pour les pays réunissant les conditions requises pour entrer dans l'UME. Si les critères d'entrée n'incitent pas à un assainissement préalable des finances publiques, aussi bien l'opinion publique que les responsables des prises de décision risquent de douter des chances de voir effectivement appliquer par la suite le principe du refus de sauvetage, lorsque le potentiel de perte se partagera de manière plus asymétrique entre les pays qui satisfont aux objectifs budgétaires et les autres. En conséquence, la possibilité d'opérer une forte réduction du déficit avant l'entrée en vigueur de l'UME constitue sans doute un indicateur très fiable des pays qui seront à même de respecter la discipline budgétaire par la suite.

D. Fédéralisme budgétaire

Une analyse récente souligne le rôle du fédéralisme budgétaire pour amortir les chocs de la demande régionale à l'intérieur des différents pays (Sachs et Sala-i-Martin, 1989; Eichengreen, 1990; et Masson et Taylor, 1992). D'après les données disponibles, cet effet de régulation paraît important. Ainsi, aux États-Unis, quelque 30 à 40 pour cent de la variation de revenu imputable à un choc régional est compensée par une augmentation des transferts en provenance de l'administration fédérale (20 à 30 pour cent pour le Canada). Le caractère fortement conjoncturel des déficits budgétaires au niveau fédéral laisse effectivement supposer l'existence d'un mécanisme de ce genre. Ce rôle d'assurance implicite peut revêtir une importance particulière compte

tenu de ce que, même à l'intérieur de pays étroitement intégrés comme les États-Unis, la configuration des perturbations économiques semble plus régionale que nationale (Tootell, 1990).

Dans le cadre du mécanisme de change du SME, **les** transferts de ce type entre pays sont actuellement limités. Qui plus est, en période d'assainissement budgétaire, les pays peuvent ne pas souhaiter mettre en place un mécanisme qui se traduirait par une augmentation automatique de ces transferts en cas de chocs négatifs. Les besoins d'ajustement devront donc probablement être satisfaits par des sources intérieures. Les gouvernements devront aussi considérer l'effet de freinage que des programmes de transfert mal construits pourraient avoir sur l'ajustement structurel. Dans la mesure où les régions souffrent de chocs au niveau de l'offre ou des coûts plutôt que de chocs temporaires au niveau de la demande, les transferts peuvent ralentir l'ajustement au lieu de l'accélérer.

NOTES

1. On trouvera dans Commission européenne (1990a) une longue analyse des avantages escomptés de l'Union monétaire.
2. Durand et Giorno (1987), et Lipschitz et McDonald (1991) analysent les utilisations des indicateurs de compétitivité et les problèmes qu'ils soulèvent: Le rythme différent de progression des valeurs unitaires des exportations et des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble des industries manufacturières pourrait également tenir du rythme différent de croissance de la productivité dans les industries manufacturières selon qu'elles sont plus ou moins axées sur l'exportation.
3. Cohen et Wyplosz (1989) ont été les premiers à mesurer l'importance relative des chocs Symétriques et asymétriques parmi les pays membres du mécanisme de change, leur travail étant cependant centré sur les relations moyennes observées depuis les années 60 jusqu'à ce jour. Weber (1990) est plus convaincant dans la mesure où il analyse séparément la période antérieure et la période postérieure au mécanisme de change et où ses calculs portent sur un plus large groupe de pays membres du mécanisme et font intervenir des données un peu plus nombreuses pour la période d'existence de ce dernier. Il y a symétrie (asymétrie) s'il existe une corrélation positive (négative) entre les chocs intervenant dans les différents pays. Néanmoins, des chocs faiblement symétriques impliquent une corrélation faiblement positive et la possibilité d'importantes divergences aléatoires.
4. La plupart des analystes sont pessimistes en ce qui concerne les chances d'observer une nette amélioration de la mobilité des facteurs à l'intérieur de la Communauté européenne en courte et moyenne période. Voir DeGrauwe et Vanhauerbeke (1991) ainsi que Eichengreen (1990). Le fait est que la mobilité paraît limitée même entre les pays appartenant au mécanisme de change. Voir OCDE (1986) pour un certain nombre de données et une analyse des raisons qui pourraient expliquer cette faible mobilité.
5. Toutes ces simulations sont effectuées avec le modèle INTERLINK de l'OCDE. Les annexes à l'étude d'Englander et Egebo (1992) décrivent la structure de base du modèle INTERLINK et les modifications apportées au modèle type pour les simulations effectuées pour ce document. Le modèle INTERLINK étant essentiellement fondé sur des relations linéaires, les réponses ne sont pas véritablement fonction de la valeur de départ des variables. Le Portugal ne figure pas parmi les pays appartenant au mécanisme de change parce que le bloc monétaire/financier d'INTERLINK pour le Portugal n'établit pas de lien explicite entre les taux d'intérêt et le taux de change.
6. En fait, comme les relations du modèle incorporent la moyenne des relations passées telles qu'elles existaient sur l'ensemble de la période d'estimation, il est possible que le degré actuel d'intégration soit déjà supérieur à celui retenu dans le modèle si l'intégration s'est intensifiée au fil du temps.
7. L'inefficacité de la politique budgétaire régionale est illustrée par le fait que la plupart des modèles régionaux des États-Unis ne comportent pas de variable d'action sur la demande régionale qui affecte la production régionale. C'est l'économie nationale qui donne son impulsion à la demande. Voir par exemple Hoehn et Balazsy (1985).

8. Dans les simulations présentées ici, on a adapté le modèle INTERLINK pour prendre en compte les anticipations prospectives sur le marché des changes, selon la méthode décrite dans l'annexe de l'étude d'Englander et Egebo (1992). En conséquence, ces résultats ne sont pas parfaitement comparables avec les précédentes prévisions fondées sur INTERLINK concernant l'impact de l'unification allemande. En tenant compte des modifications, les taux de change réagissent davantage aux modifications des écarts de taux d'intérêt. De ce fait, une perturbation de la demande en Allemagne entraîne une augmentation moindre des taux d'intérêt mais une plus forte réévaluation initiale du deutschemark (et des autres monnaies participant au mécanisme de change). L'incidence sur les salaires et les prix est un peu plus faible, tandis que l'effet sur le chômage est à peu près le même que dans les simulations fondées sur la version de base d'INTERLINK.
9. Assez curieusement, étant donné les structures très différentes des modèles, ces résultats sont très comparables à ceux présentés dans McKibbin et Sachs (1991) dans le cas d'un choc budgétaire allemand.
10. On trouvera dans OCDE (1991a) une longue analyse de cette question ainsi que des données supplémentaires sur les taux de sortie.
11. Aux États-Unis, où les marchés du travail sont jugés relativement flexibles, la stagnation ou la baisse des salaires nominaux se sont généralement heurtées à l'opposition de la main-d'œuvre lorsqu'il s'agissait de répondre à une récession purement conjoncturelle; elles ont été en revanche acceptées, de mauvaise grâce il est vrai, lorsque les entreprises connaissaient de graves problèmes à long terme. Voir Englander et Chandoha (1984) ou Flanagan (1984).
12. Il serait préférable de ne relever les élasticités que vis-à-vis des autres pays membres de la Communauté, mais cela n'a pas été possible. Environ 60 pour cent des échanges communautaires sont internes.
13. Barbone et Poret (1989) ont utilisé une méthode analogue pour apprécier les effets potentiels d'une plus grande flexibilité du marché du travail en Europe.
14. Ce critère de crédibilité a été retenu dans plusieurs études empiriques. La crédibilité étant ici définie par rapport au taux d'inflation en Allemagne, les simulations n'ont pas pris en compte la crédibilité accrue de la Bundesbank. Une forme de crédibilité encore plus forte résultant de taux de change fixes impliquerait la convergence des niveaux absolus des prix et des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les salaires réels qui étaient sur – ou sous – évalués par rapport aux pays concurrents verraient leurs niveaux converger par opposition à leur taux de croissance. La plupart des études mettent l'accent sur la convergence des taux d'inflation, ce qui est une forme plus faible de crédibilité.
15. Williamson (1991a) et Fratianni et von Hagen (1990c) se demandent eux aussi si la crédibilité est possible face à des coûts d'ajustement élevés.
16. De nombreuses études ont été consacrées à cette question. voir par exemple Wyplosz (1991) et Masson et Melitz (1990). Voir également Persson et Tabellini (1990) et Buiters *et al.* (1992) qui présentent une solide argumentation à l'encontre des critères de déficit et de dette retenus dans le traité de Maastricht.

BIBLIOGRAPHIE

- Barbone, Luca et Pierre Poret (1989), « Les conditions structurelles et les réponses des économies aux chocs : une analyse de sensibilité portant sur quatre pays européens,, », *Revue économique de l'OCDE*, n° 12, printemps.
- Buiter Willem H., Giancarlo Corsetti et Nouriel Roubini (1992), « Excessive deficits' : sense and nonsense in the treaty of Maastricht », *CEPR Discussion Paper*, n° 750.
- Cohen, Daniel et Charles Wyplosz (1989), « The European Monetary Union : an agnostic evaluation », *CEPR Discussion Paper*, n° 306.
- Degrauwe, Paul et Wim Vanhauerbeke (1991), « Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data », *CEPR Discussion Paper*, n° 555, mai.
- Durand, Martine et Claude Giorno (1987), « Les indicateurs de compétitivité internationale : aspects conceptuels et évaluation », *Revue économique de l'OCDE*, n° 9, automne.
- Egebo, Thomas et A. Steven Englander (1992), « Engagements institutionnels et crédibilité de la politique économique : étude critique et analyse économétrique du mécanisme de change du SME », *Revue économique de l'OCDE*, n° 18, printemps.
- Eichengreen, Barry (1990), « One money for Europe? Lessons from the U.S. currency union,, », *Economic Policy*, n° 10, avril.
- Englander, A. Steven et Marie Chandoha (1984), « Will givebacks be restored? » *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, automne.
- Englander, A. Steven et Thomas Egebo (1992), « Adjustment under fixed exchange rates : application to the ERM », *Département des affaires économiques de l'OCDE, Document de travail*, n° 117, juin.
- Commission européenne (1990a), « Marché unique, monnaie unique », *Economie européenne*, n° 44, octobre.
- Commission européenne (1990b), « L'impact sectoriel du marché intérieur sur l'industrie : les enjeux pour les États membres », *Economie européenne*, numéro spécial.
- Flanagan, Robert (1984), « Wage concessions and long-term union wage flexibility », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- Fratianni, Michele et Jürgen von Hagen (1990), « On the road to EMU », Document préparé pour la conférence économique internationale « Construire l'Europe nouvelle », Rome, 7-9 janvier 1991.
- Hoehn, James G. et James J. Balazsy (1985), « The Ohio economy : using time series characteristics in forecasting », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, n° 8508, décembre.
- Krugman, Paul (1991), « Geography and Trade », MIT Press.
- Lipschitz, Leslie et Donogh McDonald (1991), « Real exchange rates and competitiveness : a clarification of concepts and some measurements for Europe », *IMF Working Paper*, 91/25, mars.

- Masson, Paul et Mark P. Taylor (1992), « Common currency areas and currency unions : an analysis of the issues », *CEPR Discussion Paper*, n° 617.
- Masson, Paul et Jacques Melitz, (1990), « Fiscal policy independence in a European Monetary Union », *CEPR Discussion Paper*, n° 414.
- McKibbin, Warwick J. et Jeffrey D. Sachs (1991), « Global linkages : macroeconomic interdependence and cooperation in the world economy », The Brookings Institution.
- OCDE (1986), *Flexibilité et marché du travail : le débat aujourd'hui*.
- OCDE (1989), *Économies en transition*.
- OCDE (1990), *Perspectives économiques*.
- OCDE (1991a), *Perspectives économiques*.
- OCDE (1991b), *Étude économique du Royaume-Uni*.
- OCDE (1992a), *Parités de pouvoir d'achat et dépenses réelles*.
- OCDE (1992b), *Perspectives économiques*, n° 52.
- Persson, Torsten et Guido Tabellini (1990), « The politics of 1992 : fiscal policy and European integration », *NBER Working Paper*, n° 3640, octobre.
- Sachs, Jeffrey et Xavier Sala-i-Martin (1992), « Federal fiscal policy and optimum currency areas », *CEPR Discussion Paper*, n° 632.
- Tootell, Geoffrey M.B. (1990), « Central Bank flexibility and the drawbacks to currency unification », *New England Economic Review*, mai/juin.
- Walsh, Brendan (1993), « Credibility, interest rates and the ERM : the Irish experience, 1986-92 », *Centre for Economic Research*, University College, Dublin, Working Paper, 93/1, janvier.
- Weber, Axel A. (1990), « EMU and asymmetries and adjustment problems in the EMS : some empirical evidence », *CEPR Discussion Paper*, n° 448.
- Williamson, John (1991), « Britain's Role in EMU », mimeo.
- Wyplosz, Charles (1991), « Monetary union and fiscal policy discipline », *CEPR Discussion Paper*, n° 488.