

## Politiques économiques nationales et évolution du Système monétaire européen

Michel Aglietta\*

Nadine Mendelek\*\*

Comment le SME peut-il réagir aux tensions qui pèsent maintenant sur son fonctionnement ? Les contraintes qu'il supporte se sont modifiées tant sur le plan intérieur qu'extérieur : désormais, ce n'est plus seulement à l'inflation qu'il doit faire face mais à l'absence de croissance, à la chute de l'emploi, aux progrès de l'intégration financière internationale. Dans ce contexte, sa gestion doit évoluer de manière à infléchir le niveau des taux d'intérêt réels, à éviter une plus forte accentuation des écarts de compétitivité entre ses membres, et à définir et appliquer une politique monétaire commune face aux devises tierces. Deux voies s'offrent aux Européens pour les années à venir : celle suggérée par la Commission, d'un retour à une croissance de 3 à 3,5 % par an, appuyée sur une relance budgétaire à laquelle l'Allemagne participerait, ou au contraire, celle de décisions unilatérales, le SME s'orientant probablement vers un système de change plus souple, de zones cibles avec marges de fluctuations élargies. Si le SME évolue vers le renforcement, celui-ci doit passer par le renouvellement des objectifs monétaires, la définition d'une défense commune des taux de change et par un changement des procédures de fonctionnement : l'Ecu, actif de réserve, serait émis contre des dépôts en monnaies nationales, et plus seulement contre des réserves en or et en dollars.

Comme toute entreprise humaine, le Système monétaire européen doit évoluer pour s'affirmer. Son renouvellement est à l'ordre du jour. Depuis ses origines, le SME a traversé deux phases. La première est la phase des tempêtes (de mars 1979

---

\* Michel Aglietta est conseiller scientifique au CEPII.

\*\* Nadine Mendelek est allocataire de recherche à l'université Paris X-Nanterre.

---

à mars 1983). De violentes perturbations se sont succédé. Le SME a plié mais n'a pas rompu. Les pays ont réagi en ordre dispersé aux forces récessives. Plusieurs réalignements ont été concédés. Néanmoins, le système a permis d'amortir la volatilité des taux de change nominaux entre les partenaires et d'éviter les distorsions trop fortes des taux de change réels. La deuxième phase est celle de la recherche de la convergence des rythmes d'inflation dans la stabilité des prix nominaux. Elle a duré de mars 1983 à l'automne 1985. Le SME est devenu un système hiérarchisé où l'Allemagne a imposé à ses partenaires le degré de contrainte monétaire que ces derniers ont répercuté dans leurs politiques d'austérité.

Le SME a fait preuve de souplesse, mais dans une continuité manifestée par l'autonomie de la politique monétaire allemande dans les deux phases. Ce sont la France et l'Italie qui se sont alignées lorsque la désinflation est devenue l'objectif exclusif des gouvernements. L'année 1986 a vu surgir des problèmes d'une autre nature, non imputables aux différences d'inflation entre les partenaires, alors que le système fonctionne toujours comme s'il s'agissait de traiter ces différences qui ont largement disparu. Le changement des contraintes subies par l'Europe vient d'abord de l'extérieur : le dollar baisse, la croissance américaine s'essouffle, les rivalités commerciales se durcissent, la crise de l'endettement du tiers-monde s'enlise. C'est pourquoi l'Europe est placée devant la responsabilité de trouver en elle-même les sources de sa croissance. Mais des obstacles internes s'y opposent. L'option de l'Allemagne pour une croissance lente, alors qu'elle sort de la phase de désinflation avec une compétitivité renforcée à l'égard de ses partenaires, rend les contraintes de balances de paiements rigoureuses. En même temps, la désinflation a réduit les marges de manœuvre des politiques budgétaires, et la déréglementation des mouvements de capitaux celles des politiques monétaires chez les partenaires de l'Allemagne. Tout se passe comme si le SME incorporait trop de contraintes internes, au moment où la détérioration de son environnement devrait encourager l'Europe à se donner un degré de liberté collectif pour rehausser sa croissance globale.

Tel est le contenu de notre investigation. Dans une première partie, nous procéderons à un réexamen des contraintes internes du système au-delà de la désinflation qui a accaparé l'attention jusqu'ici. Nous mettrons l'accent sur l'effet dévastateur des taux d'intérêt réels trop élevés et sur les déséquilibres de la compétitivité qui rendent inefficace la poursuite des politiques menées jusqu'ici. Nous essaierons de repérer par cette analyse les degrés de liberté pour un redéploiement des politiques économiques.

Dans une seconde partie, nous examinerons les perturbations provoquées par la baisse du dollar via l'intégration financière internationale qui a progressé considérablement dans les années quatre-vingt. Ces perturbations exercent des contraintes monétaires selon les règles actuelles de fonctionnement du SME qui viennent interférer avec les tendances plus profondes mises en évidence dans la première partie. Elles réduisent les degrés de liberté des politiques qui permettraient aux pays européens d'améliorer leurs relations réciproques, si ces politiques ne sont pas accompagnées d'une gestion commune des monnaies européennes vis-à-vis du dollar.

Il y a donc à la fois besoin de changer le contenu des politiques économiques dans les pays européens et de modifier les règles de fonctionnement du SME. Ce sont les deux dimensions d'une démarche coopérative. Si une telle démarche ne pouvait être mise en œuvre, le statu quo n'en serait pas pour autant acceptable. Le desserrement de la contrainte de change deviendrait l'issue la plus plausible.

## **Les contraintes internes du Système monétaire européen**

L'anémie de la croissance et la diminution de l'emploi total sont les maux dont souffrent les pays liés par l'accord du SME. Pour expliquer ce phénomène, les rigidités du marché du travail en Europe ont souvent servi de bouc émissaire. C'est une hypothèse qui a perdu de la crédibilité ces dernières années. L'obstacle à la croissance vient pour une grande part de contraintes macro-économiques communes qui sont résumées par les niveaux des taux d'intérêt réels. Freinant la demande interne dans chaque pays, les niveaux élevés des taux d'intérêt exacerbent par contrecoup les problèmes de compétitivité puisque la croissance dépend excessivement de sa composante externe. C'est pourquoi la structure des taux de change réels devient décisive.

Le problème qui se pose aux pays comme la France, qui ont choisi de se lier à l'Allemagne pour éliminer leur inflation, est de supporter, bien au-delà de la phase de désinflation, un trop grand nombre de contraintes : des taux d'intérêt très supérieurs aux taux allemands pour défendre la parité entre leur monnaie et le mark, des taux de change réels trop élevés qui résultent de la recherche de convergence des prix nominaux, des marges de manœuvre budgétaires trop réduites par crainte d'un alourdissement de la dette publique.

Ce nœud de contraintes est serré par les taux d'intérêts réels. En étudiant leur influence, on peut relier l'insuffisance de croissance et les problèmes de compétitivité. C'est un préalable pour suggérer les changements conjoints dans les politiques économiques et les règles de fonctionnement du SME qui nous permettraient de sortir de l'équilibre de quasi-stagnation.

### **Taux d'intérêt et taux de croissance**

Le graphique 1 résume les relations de longue période entre les taux d'intérêt réels et les taux de croissance dans les pays d'origine de la CEE qui forment aussi le cœur du SME. Trois grandes périodes se distinguent nettement. On remarque que dans chaque période la relation entre taux d'intérêt réel et taux de croissance est étroite dans ce groupe de pays. Les conditions de leur croissance se sont détériorées

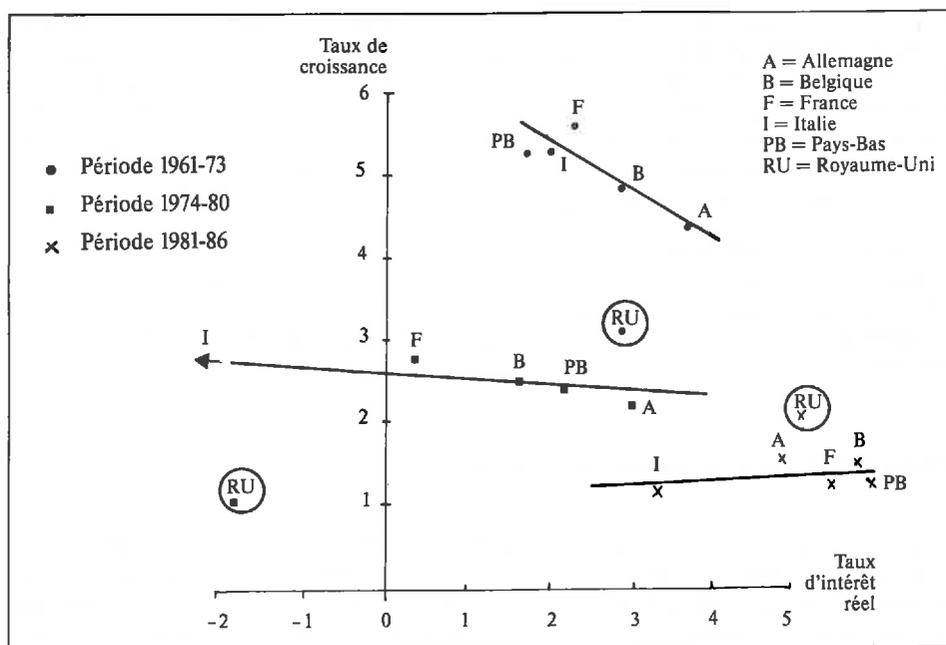
conjointement et de plus en plus. Cette cohérence ne s'étend pas aux autres pays. Ainsi le Royaume-Uni n'y participe-t-il pas.

La dégradation du régime de croissance se manifeste de deux manières : les taux de croissance sont plus bas d'une période à l'autre dans tous les pays du groupe considéré ; la sensibilité des écarts de taux de croissance entre les pays du groupe à la différence des taux d'intérêt réels s'est réduite.

Pour interpréter ces caractéristiques structurelles, on a construit un modèle de longue période permettant de décrire les processus par lesquels le taux d'intérêt réel et le taux de change réel interagissent avec le taux de croissance (annexe 1). On peut ainsi rendre compte de la transformation du régime de croissance d'une période à l'autre : baisse conjointe du taux d'intérêt réel et du taux de croissance dans les années soixante-dix, augmentation du taux d'intérêt réel et fléchissement plus prononcé du taux de croissance dans les années quatre-vingt.

### GRAPHIQUE 1

#### Relations entre taux d'intérêt réel à long terme et taux de croissance dans l'Europe des six.



Enfin, la sensibilité fort réduite des écarts de taux de croissance des pays du SME à la différence des taux d'intérêt réels est due à la détérioration commune des conditions de la croissance. Comme l'expansion mondiale s'est réduite, il faut consentir une dépréciation plus importante du taux de change réel, donc accepter un écart plus grand entre le taux d'intérêt national et le taux étranger pour obtenir une augmentation d'un pourcentage donné du taux de croissance interne. De plus, les conditions de l'offre se sont modifiées. Le cercle vertueux où les progrès de productivité dépendaient de l'expansion de la demande finale interne et celle-ci de la progression des salaires redistribuant les gains de productivité a disparu sous les coups de boutoir des changements de prix relatifs de l'énergie dans les années soixante-dix, du capital dans les années quatre-vingt. Les progrès de productivité dépendent surtout désormais des investissements de rationalisation et ces derniers d'une augmentation de la part des profits qui doit être obtenue par une dépréciation forte du taux de change réel.

On aboutit ainsi à une première expression de l'enjeu du renouvellement du SME. Pour que les pays du SME puissent retrouver une certaine autonomie de leurs taux de croissance les uns vis-à-vis des autres, il faut que les taux de change réels puissent se modifier en fonction des écarts entre les taux de croissance réalisés par les pays et leur potentiel de croissance. Mais les pratiques actuelles du SME et les relations monétaires internationales troublées s'y opposent.

D'une part, le fonctionnement du SME vise tendanciellement la parité des pouvoirs d'achat, donc des taux de change réels rigides ; d'autre part, l'instabilité du dollar peut provoquer des fluctuations des taux de change réels entre les pays du SME sans rapport avec les conditions de leur croissance. Il doit donc y avoir conjointement un changement des objectifs du SME et une modification de ses règles de fonctionnement pour traduire les nouveaux objectifs dans la politique monétaire et protéger leur réalisation des perturbations parasites. Encore faut-il se convaincre que le changement des objectifs est indispensable. Rien de tel pour cela que de comprendre les effets dévastateurs d'un niveau durablement élevé des taux d'intérêt réels.

## **Taux d'intérêt réel, répartition des revenus et chômage**

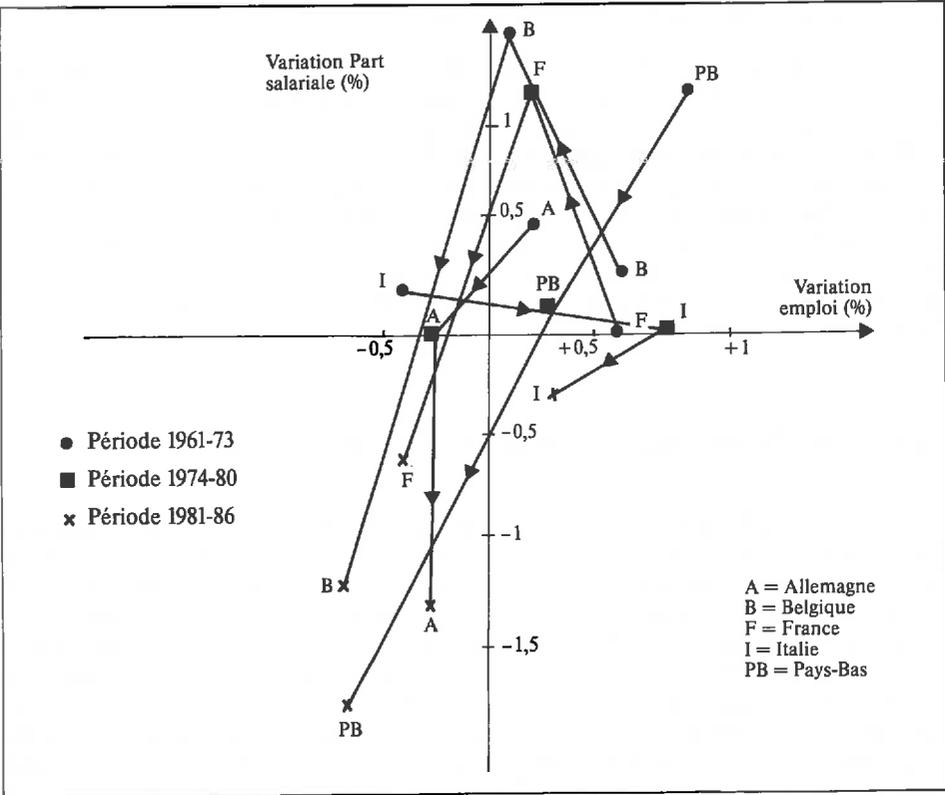
A partir de la fin des années soixante-dix, une doctrine pernicieuse a inspiré les gouvernements européens. On ne peut rien faire contre la décélération de la croissance et la montée du chômage parce que le salaire réel est trop élevé. Il y a une relation décroissante entre le coût salarial réel et le niveau de l'emploi désiré par les entreprises non contraintes dans leurs débouchés. Si le coût salarial réel est trop élevé, le niveau de l'emploi est inférieur au plein emploi. Mais les entreprises n'embaucheront pas plus si l'on cherche à accroître la demande. L'augmentation apparente du chômage est un accroissement du taux de chômage naturel qui reflète un problème d'offre et doit conduire les gouvernements à restreindre la demande pour combattre l'inflation, pas à l'augmenter pour réduire le chômage. Quel qu'ait

pu être son mérite après le premier choc pétrolier, cette explication de la croissance anémique et de la montée continue du chômage est intenable à la lumière des évolutions constatées ces dernières années sur les marchés du travail et dans la répartition des revenus. Cette approche a, en outre, le défaut, décisif en période d'augmentation considérable des taux d'intérêt réels, de ne pas prendre en compte l'évolution du stock de capital productif et la déformation de la répartition des revenus induites par le mouvement des taux d'intérêt réels.

Le graphique 2 illustre la particularité des années quatre-vingt. Il reprend les trois grandes périodes identifiées sur le graphique 1 et analyse l'ajustement des pays du SME, en ce qui concerne la relation entre la variation de la part salariale et celle de l'emploi global. Dans les années soixante-dix, les ajustements au prélèvement pétrolier ont été disparates. Dans les pays où des contraintes de change plus ou moins strictes ont été imposées (France et Belgique), on trouve une évolution conforme à la conception du salaire réel de déséquilibre. L'emploi décéléra tandis

GRAPHIQUE 2

Part salariale et emploi dans l'Europe des six.



que la part salariale augmenta. Une évolution contraire s'est produite en Italie grâce à la dépréciation réelle considérable de la lire, malgré une faible mobilité du travail. En Allemagne, au contraire, sous la contrainte de l'appréciation du mark, fut mise en œuvre une rationalisation des processus de production accompagnée d'une flexibilité de l'emploi. Mais, dans les années quatre-vingt, tous les ajustements vont dans le même sens : une diminution conjointe de la part salariale et de l'emploi dans tous les pays. Elle est d'autant plus prononcée qu'elle avait été retardée (Belgique et France). Les salaires réels sont désindexés et les coûts salariaux indirects subissent la contrainte des politiques budgétaires restrictives. La hausse des taux d'intérêt réels est responsable de cette convergence préoccupante.

Les principaux enchaînements qui contribuent à abaisser la courbe de demande de travail renversent complètement le diagnostic sur la signification du taux de chômage naturel (annexe 2).

L'augmentation puis le maintien à des niveaux élevés des taux d'intérêt réels à long terme réduisent l'investissement productif et provoquent le déclasserment des capacités de production installées. Il s'ensuit un amenuisement simultané de l'offre et de la demande globale ainsi qu'un accroissement plus rapide de la productivité apparente du travail. Les entreprises réagissent à l'augmentation du coût d'usage du capital et à la réduction de leur horizon prospectif, corrélatif de l'augmentation du taux d'actualisation, en élevant leur taux de marge, en réduisant leurs dépenses et en recherchant des placements financiers rentables. Ce sont donc les effets d'offre cumulés de la croissance lente qui élèvent le taux de chômage naturel. Ces effets atteignent aussi la structure de la main-d'œuvre en rendant obsolètes les capacités des travailleurs dont la durée au chômage est trop longue. Ces travailleurs qui deviennent potentiellement inemployables sans investissements de requalification sont néanmoins comptés dans la population active, alors qu'ils ne sont plus compétitifs pour occuper les emplois existants. Cela se reflète globalement dans une augmentation du taux de chômage naturel à tous niveaux de salaire réel, phénomène qui n'a rien à voir, ni dans ses origines, ni dans ses conséquences, avec un salaire réel de déséquilibre.

Ce phénomène extrêmement nocif devrait renforcer l'argumentation en faveur d'un renouvellement des objectifs du SME. Mais il provoque des divergences entre les pays, à cause des différences dans les structures socio-démographiques et des inégales aptitudes à la prise en charge collective des coûts d'insertion et de réinsertion des chômeurs. Cela se manifeste nettement entre la France et l'Allemagne. Cette dernière supporte relativement mieux la croissance faible. L'inégalité dans l'absorption des contraintes communes liées aux taux d'intérêt réels est encore aggravée par les différences de compétitivité que perpétue le fonctionnement du SME et qui permettent à l'Allemagne de compenser beaucoup mieux la faiblesse des sources internes de croissance par une expansion tirée par les exportations.

## Convergence des taux d'inflation mais aggravation des disparités de compétitivité

A la suite du second choc pétrolier et devant la montée du dollar, la lutte contre l'inflation est devenue la priorité de tous les gouvernements européens au début des années quatre-vingt.

Un double principe s'est alors imposé : utiliser la stabilité externe des taux de change pour progresser vers la stabilité interne des prix nominaux ; lorsque des réalignements de parités sont nécessaires, les conformer à la parité des pouvoirs d'achat. La combinaison de ces deux principes s'est traduite dans une contrainte monétaire précise : faire converger les rythmes d'inflation vers celui du pays le moins inflationniste en imposant des ajustements déflationnistes internes aux autres pays, d'autant plus sévères que leurs rythmes d'inflation initiaux étaient plus élevés.

Une telle formulation des objectifs macro-économiques a fait du SME un mécanisme pour imposer des contraintes monétaires asymétriques. Ce fut un succès incontestable pour autant que l'inflation était la seule variable économique prise en compte. Le contraire eût été étonnant puisque cette manière de faire fonctionner le SME exerce un effet déflationniste global. Les pays à monnaies faibles doivent élever leurs taux d'intérêt et racheter unilatéralement leurs monnaies sur les marchés des changes. Ils perdent des réserves, contractent leurs bases monétaires et renchérissent le crédit. Les pays à monnaies fortes ne sont pas concernés par les actions de leurs partenaires. Ils s'abstiennent de baisser leurs taux d'intérêt et de soutenir les interventions de leurs partenaires en augmentant leurs bases monétaires.

La convergence des taux d'inflation dans le SME est illustrée dans le tableau 1. Elle s'est amorcée en 1983 lorsque la France et l'Italie ont clairement choisi des

TABLEAU 1

### Convergence désinflationniste dans le SME

	Moyenne 1974-80	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Ecart de l'inflation du pays/l'Allemagne (prix à la consommation en % par an)							
France	+ 6,0	+ 6,6	+ 6,4	+ 6,3	+4,8	+3,4	+2,5
Italie	+12,5	+13,0	+12,8	+11,9	+8,6	+7,3	+6,2
Belgique	+ 3,0	+ 1,9	+ 2,6	+ 4,3	+3,4	+2,7	+1,3
Pays-Bas	+ 2,5	+ 0,1	+ 0,5	- 0,5	0,0	+0,5	0,0
Evolution des prix à la consommation en Allemagne							
	4,8	6,2	4,8	3,2	2,5	2,1	0,0
Ecart de l'inflation du pays/l'Allemagne (prix PIB en % par an)							
France	+ 6,0	+ 7,8	+ 8,2	+ 6,2	+5,4	+3,6	+0,7
Italie	+12,8	+14,3	+13,4	+11,7	+8,8	+6,6	+5,8
Belgique	+ 2,7	+ 1,0	+ 2,7	+ 3,0	+3,6	+2,9	+0,7
Pays-Bas	+ 2,3	+ 1,5	+ 1,6	- 1,7	+0,6	+0,2	-3,5
Evolution du prix PIB en Allemagne							
	4,8	4,0	4,4	3,3	1,9	2,2	3,9

Source : *Economie Européenne* — Novembre 1986.

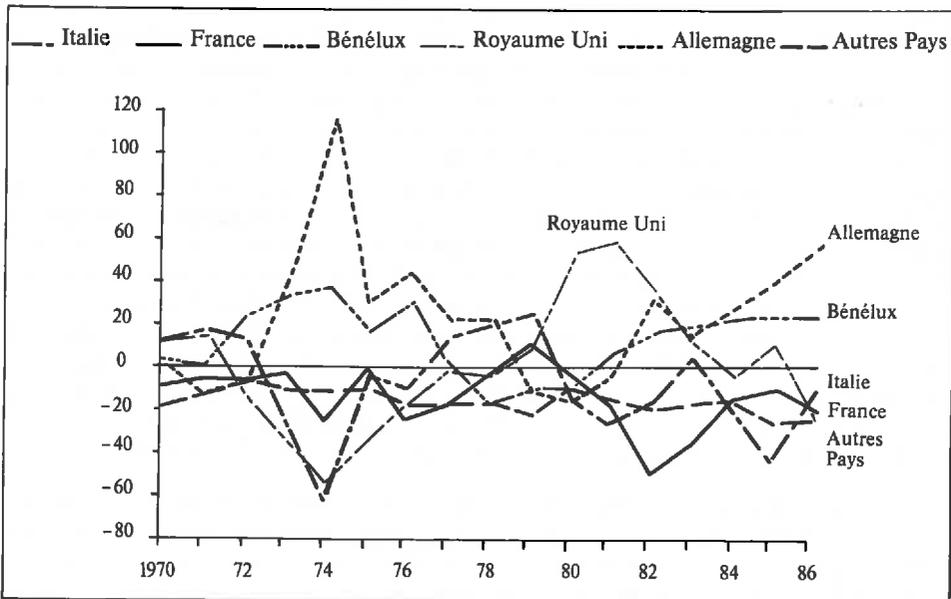
politiques d'austérité appuyées par des changes stables à l'égard du mark. Cette désinflation a été très rapide. L'urgence de renouveler les objectifs économiques et d'adapter les règles du SME à une réévaluation des priorités est d'autant plus pertinente que la convergence des taux d'inflation a exacerbé d'autres divergences qui s'avèrent fort préoccupantes.

Le graphique 3 montre en effet qu'au sein du SME, donc en mettant à part le Royaume-Uni, les écarts relatifs des soldes courants ont énormément divergé depuis 1980. Ils avaient, au contraire, convergé entre 1976 et 1980, période de changes flottants pour la France et l'Italie.

GRAPHIQUE 3

Écarts relatifs de solde courant dans la CEE\*.

En %



\* CEE à 10, écarts par rapport à une répartition équilibrée du solde global, calculée au prorata du PIB en valeur de chaque pays.  
Source : calcul CEPII.

En 1985 et 1986, l'effet récessif de ces déséquilibres a été amorti par l'amélioration de la balance courante globale de la Communauté, qui est passée de l'équilibre en 1984 à un excédent de 1,2 % du PIB en 1986. Cette croissance tirée par l'exportation a essentiellement profité à l'Allemagne. Mais les soutiens extra-européens de l'excédent de la Communauté, conjoncture américaine favorable et gains des termes de l'échange avec la baisse des prix pétroliers, ont disparu depuis la mi-86. La croissance a fortement diminué en Europe et les disparités des soldes courants

---

deviennent des sources de tensions dans le SME qui ne sauraient être gérées de la même manière que les divergences de taux d'inflation, c'est à dire en imposant un surcroît d'austérité aux pays déficitaires. La poursuite d'une telle politique ferait tomber la désinflation dans la déflation. Il ne peut y avoir de solution que par l'amélioration relative de la compétitivité des pays déficitaires vis-à-vis de leurs partenaires. Mais ce type de problème est particulièrement difficile à traiter par la coopération, parce qu'il conduit à des conflits d'objectifs qui ne peuvent être surmontés si les politiques économiques évaluent les avantages et les coûts de la coopération avec un horizon court. La plausibilité de tels conflits est accrue lorsque les monnaies européennes s'apprécient vis-à-vis de celles de leurs concurrents extra-européens.

Car une même appréciation réelle du taux de change appliquée à des pays de structures différentes peut avoir des effets asymétriques. C'est le cas de la comparaison de la France et de l'Allemagne. En France, l'appréciation réelle du taux de change exerce très vite une pression insoutenable sur les entreprises du secteur manufacturier qui sont concurrencées par l'étranger. A l'exportation, l'appréciation du franc dégrade la compétitivité-prix sans empêcher l'érosion de la profitabilité. Les entreprises essaient de recouper ce manque à gagner sur les marchés intérieurs. Mais elles rencontrent la contrainte des baisses de prix à l'importation. La balance commerciale se dégrade et freine la production. Les débouchés médiocres se répercutent défavorablement sur l'investissement. La modernisation du système productif est entravée. En Allemagne, au contraire, la compétitivité structurelle autorise une tout autre dynamique. Suffisamment d'entreprises ont des positions dominantes pour amortir la diminution des profits à l'exportation et ne pas avoir à augmenter les prix intérieurs. Les prix à l'importation et les salaires baissent plus que les prix à la production. Les coûts sont maîtrisés et les profits augmentent. Si l'investissement réagit favorablement à l'augmentation des profits, la monnaie forte peut être soutenue. A condition que les parts de marché en volume ne soient pas trop sensibles aux différences de prix, les gains des termes de l'échange peuvent l'emporter sur la détérioration des volumes et la balance commerciale s'améliore.

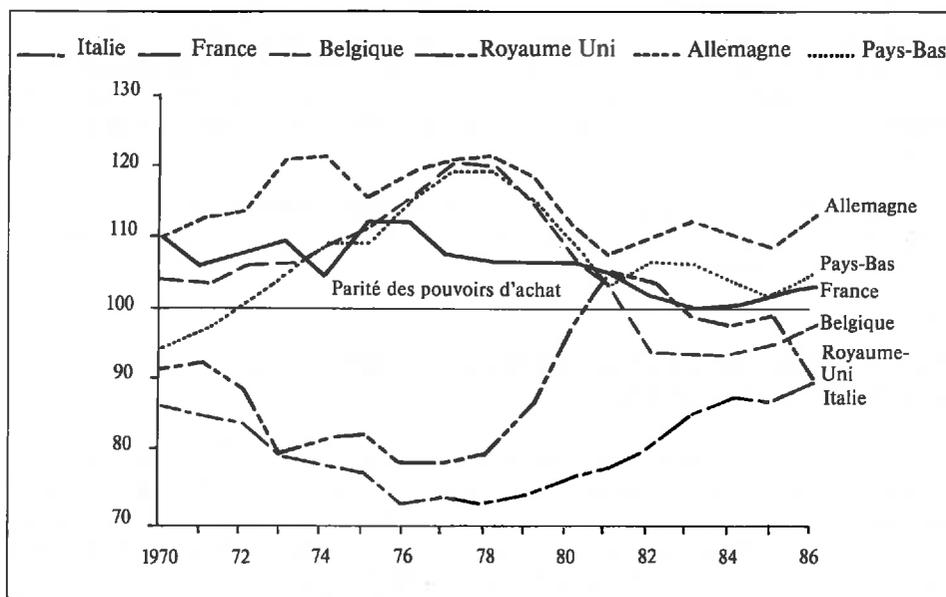
L'écart grandissant des soldes relatifs de la France et de l'Allemagne depuis le début de la baisse du dollar n'a donc rien de surprenant. Il est malheureusement dans la ligne des observations passées et reflète l'hétérogénéité des structures de production des deux pays qui a été plutôt aggravée par les conditions dans lesquelles la France a entrepris sa désinflation depuis 1983. Le graphique 4 montre, en effet, que l'Italie depuis 1978 et la France depuis 1983 subissent une appréciation de leurs taux de change réels par rapport à la moyenne des pays de la CEE. L'Allemagne, au contraire, a connu une dépréciation réelle de sa monnaie pendant la période de stabilité des parités nominales qui a suivi mars 1983. Les réalignements récents n'ont fait que rétablir le niveau de 1983.

Ainsi l'Europe se trouve-t-elle dans une situation de blocage. Les pays dont la population active est en augmentation ne peuvent pas croître plus vite que l'Allemagne parce que les taux de change réels actuels les font buter sur le mur des déficits de paiements à toute velléité de relance. L'Allemagne refuse de croître plus vite pour

## GRAPHIQUE 4

## Taux de change réels à l'intérieur de la CEE\*.

Base 100 = parité des pouvoirs d'achat des PIB.



\* CEE à 10.

Source : calcul CEPII à partir des données du projet de comparaisons internationales (phase IV) et des Comptes nationaux et perspectives économiques de l'OCDE.

rééquilibrer les balances de paiements parce qu'elle considère que la configuration actuelle de ses résultats macro-économiques est stable et satisfaisante.

Il n'est possible de sortir de ce blocage que par des vues prospectives. Car le statu quo qui a les préférences de l'Allemagne n'est pas viable à moyen terme. La correction indispensable des déséquilibres financiers dans le monde et la persistance probable d'un dollar faible vont interdire pour plusieurs années à la Communauté une croissance globale tirée par l'exportation. Aussi, le maintien des politiques actuelles condamnerait-il l'Allemagne elle-même à glisser vers une croissance très faible qui entraînerait ses partenaires dans la stagnation.

Quelle est la marge de manœuvre dont dispose l'Allemagne? Même si sa croissance potentielle est faible (autour de 2 % l'an), le rythme actuel de l'expansion est inférieur (1 à 1,5 %) et surtout le niveau du chômage permet de réaliser sans contrainte d'offre et sans tension inflationniste alarmante une croissance de 2 % supérieure au rythme actuel, soit de 3 à 3,5 %. Selon la Commission, cette croissance devrait être poursuivie pendant trois ans pour relever le rythme de l'expansion de toute la Communauté sans mettre en péril la stabilité des changes dans le SME et

---

sans détériorer encore les finances publiques des gouvernements les plus endettés. Si cette stimulation de l'économie allemande n'a pas lieu et si les autres pays ne peuvent accepter de s'enfoncer indéfiniment dans le marasme, il faudrait sans doute qu'ils lèvent une contrainte. Ce pourrait être la contrainte budgétaire en acceptant un endettement plus important, ou plus probablement la contrainte de change en provoquant délibérément des aménagements de parités. Deux scénarios très différents se dessinent pour l'avenir du SME et l'avancée de l'intégration financière en Europe, selon que l'Allemagne a ou n'a pas une attitude coopérative. Mais aucun d'entre eux n'est le prolongement d'un SME fonctionnant comme une quasi-zone mark.

Contre la conduite d'une politique budgétaire plus expansive qui permettrait de faire sortir les entreprises de leur attentisme, on oppose souvent le poids excessif des dettes publiques dans tous les pays.

### **Taux d'intérêt réel et réduction des degrés de liberté de la politique budgétaire**

Le poids réel de la dette publique est très disparate selon les pays. Mais surtout, il est maintenu par des politiques économiques qui conservent des taux d'intérêt réels très au-dessus des taux de croissance car les revenus sont insuffisants pour payer les intérêts. Pour maîtriser la dette, il faut alors recourir à des excédents très importants dans les soldes budgétaires primaires (hors intérêts). Aussi, les restrictions budgétaires se sont-elles généralisées en Europe. Elle sont doublement néfastes. D'une part, elles dépriment la demande globale et justifient ainsi l'attentisme des entrepreneurs. D'autre part, étant donné l'inertie des dépenses courantes, elles portent avant tout sur les dépenses en capital. Or, ces dépenses sont des facteurs de productivité par la recherche, l'éducation, les infrastructures. Ce sont les éléments à ranimer en priorité.

Plusieurs indicateurs montrent que l'Allemagne, pays le moins soumis aux contraintes externes, a été celui qui a mené la politique budgétaire la plus restrictive. Cela confirme que l'effet récessif de l'Allemagne sur ses partenaires a été considérable.

Le tableau 2 repère l'orientation des politiques budgétaires dans les principaux pays de l'OCDE. De 1982 à 1985, la variation des soldes structurels indique que l'orientation de la politique budgétaire allemande a été la plus restrictive de tous les pays. L'intensité de cette restriction s'est récemment atténuée, mais le sens est toujours le même.

La conduite des politiques budgétaires est utilement représentée par les données du tableau 3. Elles montrent que, généralement, les taux d'intérêt apparents sur la dette publique sont d'autant plus hauts que le poids global de la dette est plus lourd. Lorsque la dette était déjà très élevée au début de la décennie et que la désinflation a été très rapide, comme en Belgique, son poids a augmenté fortement. Il a fallu

TABLEAU 2

## Soldes financiers, conjoncturels et structurels des administrations publiques

Variations sur les périodes en % du PIB

	Solde effectif		Solde structurel	
	82-85	84-86	82-85	84-86
Etats-Unis	- 2,8	+ 0,4	- 3,0	- 1,4
Japon	+ 2,6	+ 2,2	+ 2,5	+ 1,8
Allemagne	+ 2,3	+ 1,5	+ 3,5	+ 0,5
France	- 1,4	+ 0,2	+ 0,9	+ 0,7
Italie	- 1,2	- 0,8	+ 1,8	- 1,7
Royaume-Uni	- 0,4	+ 0,4	+ 0,1	- 1,0
Six grands pays de l'OCDE (hors E.U.)	+ 0,5	+ 1,0	+ 1,6	+ 0,4

Source : OCDE, Perspectives économiques, décembre 1985 et 1986.

TABLEAU 3

## Soldes primaires des budgets publics, encours de la dette publique et taux d'intérêt apparents sur la dette publique dans la CEE

	Moyenne 1974-80	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Solde primaire (en % du PIB)</b>							
Allemagne	- 1,3	- 1,4	- 0,5	+ 0,5	+ 1,1	+ 1,9	+ 2,0
France	+ 0,5	+ 0,3	- 0,3	- 0,6	- 0,1	+ 0,2	0,0
Italie	- 4,1	- 4,5	- 4,2	- 3,4	- 3,4	- 4,7	- 3,1
Belgique	- 1,4	- 4,6	- 1,8	- 2,3	+ 0,4	+ 2,2	+ 2,6
Pays-Bas	+ 0,6	- 1,1	- 1,9	- 0,6	- 0,6	+ 0,9	+ 0,9
Royaume-Uni	+ 0,5	+ 2,2	+ 2,8	+ 1,0	+ 1,0	+ 2,2	+ 1,9
<b>Dette publique (en % du PIB)</b>							
Allemagne	27,7	36,4	39,5	41,0	41,9	42,5	41,6
France	25,4	26,0	29,1	30,7	32,9	35,2	36,9
Italie	67,7	70,2	76,6	84,3	91,1	99,5	103,1
Belgique	64,8	88,2	95,9	105,1	110,7	117,4	120,5
Pays-Bas	41,7	50,3	55,6	62,3	66,3	70,0	75,5
Royaume-Uni	56,6	51,1	57,8	57,5	59,2	57,8	59,0
<b>Taux d'intérêt apparent (%)</b>							
Allemagne	5,8	6,3	7,0	7,3	7,2	7,1	7,0
France	5,1	8,0	7,6	8,5	8,5	8,0	7,9
Italie	7,2	10,3	11,1	10,7	10,5	9,3	9,3
Belgique	6,8	9,1	9,7	8,9	8,9	9,0	8,8
Pays-Bas	7,4	8,7	8,5	8,5	8,5	8,6	8,5
Royaume-Uni	7,8	9,8	8,8	8,2	8,3	8,6	8,1

Source : CEE, Economie Européenne, Novembre 1986.

financer cette augmentation à des taux d'intérêt réels prohibitifs ; d'où l'augmentation considérable des taux d'intérêt apparents. Pour freiner le rythme de progression de la dette en dépit de l'alourdissement des charges financières, il faut conduire durablement une réduction drastique des dépenses budgétaires ; ce que confirme l'évolution extraordinairement restrictive du solde primaire de la Belgique depuis 1983. Il est certain qu'un tel pays n'a pas de marge autonome d'expansion de la

---

demande. C'est aussi le cas de l'Italie qui ne fait qu'amorcer le même processus et qui subit en plein l'effet de la désinflation.

Tout autre est la situation de l'Allemagne. L'évolution de son solde primaire depuis 1981 montre la constance de sa rigueur budgétaire. Cette politique a été appliquée à partir d'un niveau très bas du poids de la dette publique. Son alourdissement a été très faible et l'augmentation de la croissance en 1986 a suffi pour inverser l'évolution. Mais si la croissance baisse fortement, l'Allemagne ne pourra empêcher de voir le poids de la dette publique augmenter de nouveau. Au contraire, une relance budgétaire temporaire et dirigée vers les dépenses en capital ne créerait qu'une augmentation transitoire et modeste du poids de la dette publique. Le surcroît de production qui en découlerait, surtout si l'effet de l'expansion est prolongé chez les partenaires, viendrait stabiliser de nouveau la charge des finances publiques.

Une politique budgétaire plus active est le pivot de la stratégie proposée par la Commission. Elle est nécessaire pour augmenter la demande d'investissement et relever la courbe de demande de travail. A cet effet, son contenu importe tout autant que son montant. Elle doit répondre aux critères suivants : donner la priorité aux dépenses en capital, améliorer la rentabilité des investissements privés par des incitations fiscales bien orientées, être répartie entre les pays en fonction des contraintes subies. Ces contraintes doivent prendre en compte le poids de la dette, les capacités de production existantes, l'état de la compétitivité. Il est donc clair que l'impulsion prépondérante doit venir de l'Allemagne.

La politique budgétaire doit repasser au premier plan pour que l'Europe puisse redonner une importance au problème de l'emploi. Encore faut-il que les taux d'intérêt réels continuent de baisser, ce qui implique une baisse des taux nominaux étant donné la disparition de l'inflation. Or, le niveau général des taux d'intérêt en Europe et la hiérarchie des taux dépendent des politiques monétaires menées face à l'instabilité du dollar.

## **Instabilité du dollar et SME**

Les tensions sur les changes intra-européens, provoquées par les perturbations de la devise américaine, compliquent les ajustements entre les économies européennes. L'intégration croissante des marchés des capitaux répercute plus rapidement et plus intensément ces perturbations. Pour maintenir la stabilité des taux de change à l'intérieur du SME, il va falloir gérer des contraintes découlant de la substitution des devises dans des conditions nouvelles, sans le secours des contrôles de change.

Jusqu'ici le taux de change entre le dollar et le mark a été le taux directeur dans les relations entre le SME et les devises tierces. Il importe, en premier lieu, de

mesurer les degrés d'influence de la volatilité de ce taux directeur sur les taux de change entre le mark et les autres monnaies européennes. En comparant ces degrés d'influence avant et après l'instauration du SME, on pourra estimer dans quelle mesure ce dernier est parvenu à amortir les tensions jusqu'ici. On s'interrogera ensuite sur les raisons des disparités dans les degrés de substitution entre les devises concernées. On analysera enfin les conséquences d'une plus grande mobilité des capitaux dans une situation de faiblesse prévisible du dollar pour montrer qu'une modification des règles de fonctionnement du SME est souhaitable.

### La volatilité du dollar et ses effets sur les monnaies européennes dans différents régimes de change

On effectue deux types de comparaison : la période du serpent monétaire juxtaposé aux monnaies flottantes par rapport à la période du SME pour observer l'effet de différentes règles monétaires, d'une part ; les périodes de baisse par rapport aux périodes de hausse du dollar pour déceler d'éventuelles asymétries dans les tensions provoquées par la volatilité du dollar, d'autre part.

A partir de 1976, le serpent monétaire européen s'est réduit à une zone mark. Il liait étroitement le franc belge et le florin néerlandais à la monnaie allemande. Les autres devises flottaient. Aussi, dans la première grande baisse du dollar, l'instabilité du franc français, de la lire italienne, de la livre sterling vis-à-vis du mark a-t-elle été forte, en contraste flagrant avec les devises du serpent (tableau 4).

**TABLEAU 4**

#### Interrelations entre les taux de changes européens vis à vis du mark contre le taux de change entre le mark et le dollar

	Franc Français	Lire Italienne	Franc Belge	Florin Néerlandais	Livre Sterling
1. Période hors SME (février 1976 à décembre 1978)	- 0,51*	- 0,70*	- 0,16	- 0,06	- 0,59*
2. Période du SME (avril 1979 à janvier 1987)	- 0,03	- 0,13*	- 0,05	- 0,01	- 0,39*
3. Première baisse du dollar (février 1976 à octobre 1978)	- 0,58*	- 0,80*	- 0,04	- 0,05	- 0,61*
4. Hausse du dollar (août 1980 à février 1985)	- 0,06	- 0,19*	- 0,13**	- 0,02	- 0,54*
5. Seconde baisse du dollar (mars 1985 à janvier 1987)	- 0,02	- 0,16*	- 0,10*	- 0,02**	- 0,35
6. Période totale (février 1976 à janvier 1987)	- 0,09*	- 0,22*	- 0,06	- 0,02	- 0,42*

\* Significativement différent de zéro à 95 %.

\*\* Significativement différent de zéro à 90 %

NB : Les chiffres sont les coefficients de régression des variations des taux de change des devises européennes considérées en colonne avec le mark par rapport à la variation du taux de change mark-dollar.

Un signe négatif indique qu'une dépréciation de la monnaie considérée vis à vis du mark est associée à une dépréciation du dollar par rapport à la monnaie allemande.

Source : Données mensuelles, IFS-FMI, Calculs CEPII.

---

La période du SME se caractérise par une chute remarquable de la volatilité à court terme vis-à-vis du mark de toutes les devises appartenant à l'accord de change. Le franc français rejoint les monnaies étroitement liées au mark. La lire italienne garde une volatilité plus grande à cause de ses marges de fluctuations élargies. Enfin, la livre sterling elle-même amortit l'effet des fluctuations du dollar par rapport à la période antérieure au SME. Car la livre sterling, qui a conservé des vestiges de sa splendeur passée, est soumise à la mobilité totale des capitaux depuis 1979. Les substitutions en faveur ou à l'encontre de cette devise sont très sensibles aux différences de rendement entre des actifs financiers libellés en dollars et en livres sterling, dont les caractéristiques de négociabilité et de risque sont voisines.

La volatilité réduite entre les monnaies appartenant au SME indique que les règles du système ont permis aux autorités monétaires des pays membres de s'opposer efficacement aux forces déséquilibrantes des marchés. Pour ce faire, elles ont utilisé plusieurs techniques : les interventions aux marges de fluctuation et de plus en plus infra-marginales, les écarts pilotés de taux d'intérêt, les contrôles de change, enfin les changements de parités.

Les sens de variation du dollar par rapport au mark paraissent avoir des incidences asymétriques pour la gestion du SME. En effet, dans la longue période de montée du dollar qui va d'août 1980 à février 1985, trois des quatre réalignements qui ont eu lieu se sont produits dans des épisodes de faiblesse temporaire du dollar, modulés sur son trend ascendant. Les devises du SME s'apprécient vis-à-vis du dollar de la mi-août 1981 à décembre 1981. Cette appréciation met en avant le mark, en tant que monnaie dominante renforcée par l'amélioration de la balance courante allemande. Le taux de rendement relatif est favorable au mark et des tensions d'origine purement financière viennent se greffer sur les divergences existantes entre l'Allemagne et la France. Les autorités monétaires réagissent par l'intermédiaire des trois instruments cités pour modifier le différentiel de rendement anticipé et le franc français est dévalué de 8,5 % par rapport au mark le 5 octobre 1981.

Le dollar s'affaiblit à nouveau entre avril et mai 1982. Or, on constate que des pressions ont resurgi, affectant le franc français, le franc belge et la lire italienne. Ces tensions sont à nouveau prises en charge par les autorités du SME qui réalisent le réajustement du 14 juin 1982, le plus important du point de vue de son amplitude depuis la création du SME. Enfin, à partir de novembre 1982 jusqu'en mars 1983, le dollar s'est déprécié relativement au mark. Un réajustement général a été décidé le 21 mars 1983. Cette date ouvre une période de stabilité pour les devises européennes. La seconde baisse tendancielle du dollar ne provoque aucune tension particulière jusqu'en janvier 1987. Les réalignements intervenus pendant cette période ne répondent pas à des attaques spéculatives sur les devises. Ce fut le cas, notamment, de l'ajustement des taux de change provoqué par la France en avril 1986. Il s'agissait, en dehors de toute pression spéculative, d'effacer les pertes de compétitivité accumulées depuis mars 1983 pendant la longue période de stabilité des parités nominales. Au contraire, le réalignement du 12 janvier 1987 marque la fin d'une période de stabilité de presque quatre ans. L'accord du 31 octobre 1986 portant sur la stabilisation de la parité dollar-yen, joint au refus de l'Allemagne de baisser ses

taux d'intérêt, a incité les spéculateurs à se reporter sur le mark. De fortes tensions ont resurgi et le mark a été réévalué de 3 % ainsi que le florin qui suit de très près la devise allemande. Le Gouvernement français aurait préféré que la Bundesbank abaisse son taux d'escompte pour maintenir les parités.

Ce dernier réalignement souligne les carences des règles actuelles de fonctionnement du SME. Lors des réalignements survenus avec des différences importantes de taux d'inflation, on peut soutenir que les fluctuations du dollar n'ont fait que ponctuer les dates des réalignements, dont les raisons profondes se trouvaient dans les progrès disparates de la désinflation selon les pays. Les tensions qui se sont accumulées à l'automne 1986, au contraire, ne paraissent pas résulter d'une aggravation brutale des divergences entre les politiques économiques des pays partenaires. Elles découlent exclusivement de la spéculation contre le dollar, alors que les marchés des capitaux donnaient toute licence aux spéculateurs et que les gouvernements des pays du SME étalaient leurs désaccords sur la manière de s'y opposer. Il est donc légitime de s'interroger sur les facteurs de substitution entre les devises et sur les règles grâce auxquelles les banques centrales pourraient collectivement maintenir la stabilité des changes.

## Les principaux facteurs de la substitution des devises

L'hétérogénéité et l'imperfection de l'intégration des marchés financiers sont au cœur de l'explication théorique. Elles créent des disparités dans les degrés de substitution des devises concernées par l'étude empirique. Parmi ces facteurs de disparités, les degrés différents de contrôle des mouvements de capitaux selon les pays ont joué jusqu'ici un grand rôle dans la réalité des marchés financiers européens. Ces contrôles différenciés ont des effets contradictoires sur les taux de change.

D'un côté, les pays à monnaies faibles peuvent défendre leurs parités contre les monnaies fortes sans être forcés de recourir à des hausses de taux d'intérêt excessives par rapport aux objectifs internes de la politique économique. En outre, les contrôles permettent de résister à court terme à une attaque contre une devise. Ce gain de temps a deux avantages : il rend la spéculation plus coûteuse et plus risquée ; il donne des délais pour mener une action concertée des banques centrales, pour examiner les raisons de l'attaque spéculative et décider si un changement de parités est justifié ou non.

D'un autre côté, les contrôles de mouvements de capitaux se traduisent par des coûts de transaction plus élevés pour les actifs émis en monnaies soumises à un tel régime. L'augmentation de ces coûts entrave alors la libre disponibilité de ces actifs pour une restructuration de portefeuille. L'asymétrie créée entre les différents types d'actifs est entérinée par les détenteurs de portefeuille qui vont arbitrer entre le coût de transaction associé à chaque actif et son rendement anticipé. Le différentiel des rendements anticipés va motiver des reports sur les devises les plus attractives. Les

---

actifs ayant un coût global élevé sont négociés sur des marchés étroits et le nombre des opérateurs sur ces devises est limité. Pour une même variation des rendements anticipés relatifs entre le dollar et les devises européennes, les différences des coûts de transaction provoquent des variations du taux de change courant entre ces dernières. Pour les éviter, les banques centrales des pays membres du SME doivent conduire des interventions étroitement coordonnées.

Ainsi peut-on mesurer l'imparfaite substituabilité entre les actifs par le différentiel de rendement de substitution. Il résulte des différences dans la perception des risques de placement sur chacune des devises considérées, des disparités dans les coûts de transaction provenant des réglementations hétérogènes selon les pays, des divers paramètres d'organisation des marchés financiers qui concourent à diversifier les tailles et les profondeurs des transactions selon les devises. Le graphique 5 présente les variations des rendements de substitution des trois principales monnaies européennes contre le dollar. Ces variations peuvent être rapprochées des coefficients de variabilité entre les devises européennes induites par la volatilité du dollar, qui ont été présentés dans le tableau 4.

La livre sterling a eu un rendement de substitution positif au cours de la première baisse du dollar. Elle s'est d'ailleurs appréciée de 35 % vis-à-vis du dollar au cours de cette phase. Les substitutions qui se sont opérées en faveur de la livre ont leur trace dans le coefficient élevé qu'enregistre le tableau 4. Au contraire, le franc français et surtout le mark ont eu des rendements défavorables au cours de cette période.

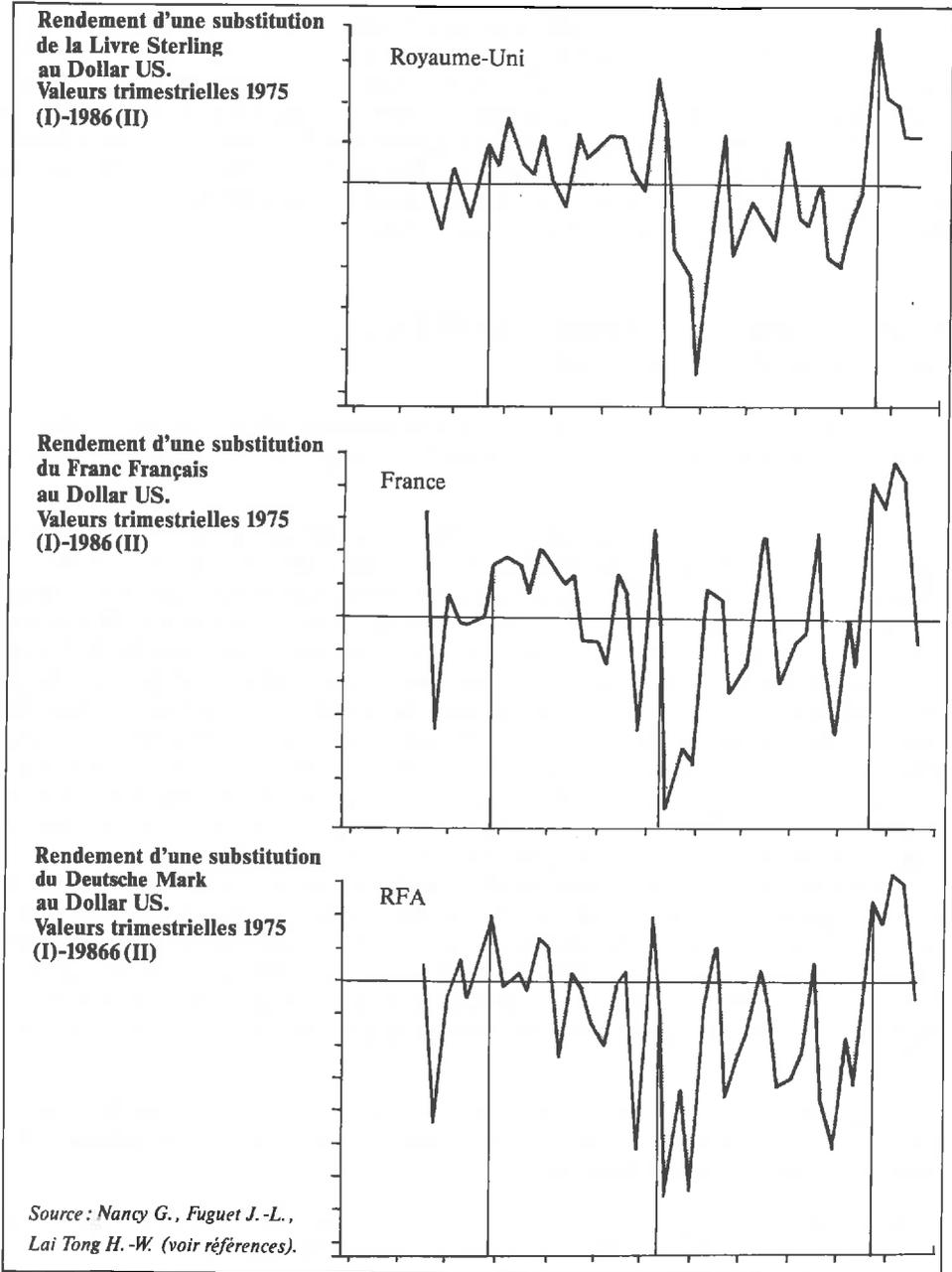
Par contre, dans la période de hausse du dollar, la livre sterling a eu des rendements négatifs importants, surtout au premier semestre 1981.

Le coefficient significatif estimé pour la livre doit alors s'interpréter comme une dépréciation vis-à-vis du dollar, jointe à une sortie de capitaux du marché de la devise britannique. Entre 1981 et 1985, le franc français paraît généralement plus attractif que le mark qui enregistre des moins-values en capital à l'instar de la livre sterling. Les réalignements survenus dans cette phase d'appréciation du dollar correspondent à un accroissement temporaire du rendement anticipé du mark associé à une baisse temporaire du taux de change courant du dollar. Cela est particulièrement vrai pour les réajustements d'octobre 1981, de juin 1982 et de mars 1983. Les tensions au sein du SME sont donc à relier avec les crises du dollar qui déterminent la date d'un réajustement, même si les raisons fondamentales qui le commandent ainsi que son amplitude ont été dues aux divergences macro-économiques entre les pays européens.

Dans l'ensemble, la hausse du dollar a favorisé le franc français contre le mark, le rendement de substitution étant plus haut pour le franc à cause des taux d'intérêt constamment élevés et conformes à la politique monétaire d'austérité. Ce rendement avantageux a compensé les coûts de transaction plus bas dont bénéficiait le mark. La gestion du SME en a été facilitée.

GRAPHIQUE 5

Rendements de substitution des devises européennes au dollar.



---

En principe, la libération des mouvements de capitaux dans les pays qui, auparavant, conservaient des contrôles devrait harmoniser progressivement les coûts de transaction entre les monnaies du SME.

Ces dernières pourraient devenir équivalentes aux yeux des opérateurs face à la volatilité du dollar. Mais le gain en stabilité du côté de l'organisation des marchés peut être reperdu et au-delà, en cas d'anticipation de divergences des politiques économiques. Car tout choc asymétrique, toute perception par les opérateurs d'intentions discordantes des gouvernements, sera amplifiée par les marchés financiers et exercera des pressions sur les taux de change. Plus de fluidité n'entraîne pas plus de stabilité, sauf si les politiques économiques sont compatibles et si les règles du SME incorporent une coordination plus étroite.

### **Incidences d'une plus grande mobilité des capitaux sur les politiques économiques**

La baisse du dollar et le démantèlement des contrôles de change soumettent les taux de change intra-européens à la pression, beaucoup plus forte qu'auparavant, de facteurs purement financiers.

L'élaboration séparée d'objectifs monétaires nationaux pourra entraîner des spéculations redoutables si les marchés perçoivent ces objectifs comme incompatibles. En l'absence de contrôles sur les mouvements de capitaux, les crises de change nécessiteront des interventions plus massives et mieux coordonnées par les banques centrales, sous peine d'être inefficaces. La gestion désastreuse de la crise de change de l'automne 1986 donne un avant-goût de ce qui pourrait se passer en cas d'effondrement du dollar. Pour compenser le manque de maîtrise directe des marchés de change, il faudrait consentir des ajustements très amples de taux d'intérêt qui seraient totalement injustifiés par la situation interne des économies qui devraient les subir et qui ne feraient qu'aggraver les problèmes mis en évidence dans la première partie. Dans de telles circonstances, il ne resterait qu'à abandonner de fait la finalité de l'intégration financière en faisant jouer les clauses de sauvegarde, ou à abandonner de fait la finalité du SME en élargissant les marges de fluctuations et en acceptant des réalignements de plus en plus fréquents. Mais la dégénérescence du SME ferait resurgir les distorsions de taux de change de plus en plus influencés par la spéculation, c'est-à-dire introduirait en Europe tous les inconvénients que l'on constate à l'échelle mondiale. Les avantages micro-économiques postulés de la mobilité des capitaux pourraient être submergés par les coûts macro-économiques qu'elle déchaîne.

Les conséquences macro-économiques d'une mobilité accrue des capitaux sur un pays considéré séparément sont bien connues dans la littérature théorique. Elles dépendent du régime des changes.

Si les taux de change sont fixes, les conditions d'équilibre du marché agrégé des biens et services ne sont pas modifiées par la mobilité des capitaux. Mais l'équilibre

du marché de la monnaie est changé. Toute augmentation des taux d'intérêt attire des capitaux étrangers. La banque centrale doit les absorber dans ses réserves et accroître l'offre de monnaie pour respecter la contrainte des changes fixes. L'élasticité de l'offre de monnaie à la variation du taux d'intérêt est accrue. Il s'ensuit que, dans le modèle standard de l'équilibre macro-économique, la politique budgétaire est d'autant plus efficace pour stimuler l'activité économique et la politique monétaire d'autant moins efficace que la mobilité internationale des capitaux est plus grande.

Les conclusions opposées sont atteintes lorsque les taux de change sont flexibles. L'équilibre monétaire n'est pas modifié puisque les réserves de change ne varient pas. Mais les conditions d'équilibre du marché des biens et services sont changées. Car une baisse des taux d'intérêt provoque des sorties de capitaux d'autant plus grandes que la mobilité est plus forte. La monnaie nationale se déprécie d'autant plus. Cette dépréciation améliore la compétitivité et stimule la production. C'est pourquoi, en régime de changes flexibles, la politique budgétaire est d'autant moins efficace et la politique monétaire est d'autant plus efficace pour l'activité économique que la mobilité internationale des capitaux est plus grande.

Comment adapter ces enseignements théoriques aux problèmes confrontant l'Europe ? Le SME est plus proche d'un régime de changes fixes pour les rapports internes entre les monnaies et plus proche d'un régime de change flexibles pour les rapports avec les devises tierces. Or, l'augmentation de la mobilité des capitaux est générale. Il faut donc recourir aux politiques budgétaires pour modifier les croissances relatives entre les pays du SME et résorber les déséquilibres de paiements en Europe. Il faut recourir à une politique monétaire commune à l'égard des devises tierces pour agir sur la croissance moyenne de l'Europe.

Ces principes impliquent de modifier sensiblement les règles du SME. Le recours aux politiques budgétaires, dans un système où l'on vise une stabilité des changes plus grande qu'auparavant, entraîne une influence réciproque des pays. Aucun d'entre eux ne pourra plus définir sa politique monétaire indépendamment des autres, contrairement à ce que faisait l'Allemagne jusqu'ici. Les politiques monétaires de tous les pays membres doivent contribuer à maintenir les taux de change fixes dans le SME, d'une manière qui soit compatible avec les objectifs de résorption des déséquilibres de paiements externes, donc avec la gradation des politiques budgétaires. Cela devrait certainement conduire à des interrelations plus symétriques entre les taux d'intérêt et à des interventions coordonnées faisant un plus grand usage du dispositif de soutien multilatéral. Plus les instruments monétaires nationaux seront tournés vers la défense des taux de change intra-SME, plus les offres de monnaie nationales deviendront endogènes, plus la masse monétaire globale du SME aura une signification opératoire dans les relations avec les devises tierces répondant à des changes flottants. La politique monétaire commune devra donc s'appuyer sur la détermination conjointe d'un agrégat monétaire visé pour l'ensemble du SME. Cela complète la détermination des politiques monétaires nationales. Dans chaque pays, la composante interne de l'offre de monnaie doit être fixée en fonction des perspectives d'expansion du crédit privé et du degré de monétisation voulu du déficit

---

budgétaire. La composante externe dépend de l'objectif de changes fixes. Elle est totalement endogène. Les tensions sur la réalisation de cet objectif découlent des déséquilibres internes au SME et externes aux pays qui sont modulés par les politiques budgétaires. Elles dépendent aussi du mouvement du dollar par rapport au SME, qui est modulé par l'évolution programmée de l'offre globale de monnaie en Europe. Pour un degré donné de tensions, c'est l'interdépendance des taux d'intérêt et les interventions multilatérales qui doivent surmonter ces tensions pour maintenir les taux de changes fixes. Il ne doit donc y avoir aucune stérilisation des interventions. La politique monétaire de chaque pays se confond avec la politique de change, sous l'ancrage d'un objectif monétaire quantitatif commun à l'Europe.

## **Conclusion :** **Coordonner les politiques économiques** **et renforcer le SME**

A partir des analyses précédentes, on peut donner un sens précis au renforcement du SME. Le besoin s'en fait sentir parce que les sources de tension subies par le système ont changé ; ce qui rend illusoire la poursuite du statu quo.

En premier lieu, le plus grand handicap pour la construction européenne n'est plus l'inflation mais le manque de croissance. La perpétuation des politiques économiques actuelles ne laisse guère d'espoir à un relèvement endogène des taux de croissance. Il faut redonner un élan à la politique budgétaire pour susciter des réponses positives des comportements privés.

Une relance budgétaire est possible et hautement souhaitable en Europe. Son contenu doit concerner de préférence des dépenses en capital (surtout recherche-développement et éducation-formation) et les incitations fiscales pour élever la rentabilité anticipée des investissements productifs. Cette politique budgétaire plus dynamique doit être modulée selon les pays en fonction des contraintes de la dette publique et des déséquilibres de paiements courants. Ces critères désignent sans ambiguïté l'Allemagne pour l'impulsion budgétaire la plus énergique.

Faute d'une telle démarche coopérative, proposée par la Commission pour relever la croissance moyenne de l'Europe à 3 % l'an sur plusieurs années, il paraît impossible que plusieurs des pays membres supportent indéfiniment des contraintes qui entravent la modernisation de leur système productif et leur ôtent tout espoir d'améliorer la situation de l'emploi. La France, notamment, ne peut vivre indéfiniment avec un taux d'intérêt réel très supérieur au taux allemand et un taux de croissance inférieur à la croissance allemande, à cause d'un taux de change réel trop élevé pour la trop faible expansion choisie par l'Allemagne.

Le scénario alternatif à la démarche coopérative n'est donc pas le statu quo, mais une série de décisions unilatérales qui modifieraient sensiblement la philosophie actuelle du SME. Face à l'obstacle infranchissable que constituerait la persistance d'une politique déflationniste à Bonn, la France devrait envisager de dévaluer sa monnaie de manière à mettre en accord l'évolution du taux de change réel avec la faible compétitivité structurelle de l'industrie française. Il faudrait aussi rétablir probablement le contrôle des changes pour contenir les attaques spéculatives. Dans de telles circonstances, la progression de l'Europe vers le grand marché intérieur serait freinée et le SME serait infléchi dans le sens d'un système de changes plus souple. On devrait gérer les taux de change réels en fonction des contraintes de balances de paiements, puisque celles-ci ne seraient pas surmontées par des politiques graduées de croissance. Le SME pourrait évoluer vers un système de zones cibles assorti d'un élargissement des marges de fluctuation.

Seule la coopération des politiques économiques, au-delà de la gestion de la monnaie, peut ouvrir la voie à un renforcement du SME. Mais, inversement, ce renforcement est la contrepartie indispensable au succès de la démarche coopérative. Car le renouvellement des sources de tension comporte la plus grande perméabilité des marchés financiers aux chocs macro-économiques et, notamment, leur vulnérabilité à l'instabilité du dollar, au fur et à mesure que la mobilité des capitaux devient plus grande. Il faut éviter que des substitutions massives d'actifs financiers se produisent entre les devises du SME, sous l'effet de divergences dans les politiques monétaires ou sous l'emprise des changements d'anticipations réagissant à des événements contingents. S'il n'est plus possible de se protéger séparément de ces forces de déséquilibre par des contrôles, il faut les affronter collectivement par une étroite coordination des politiques monétaires et par de nouvelles procédures dans le fonctionnement du SME.

La coordination des politiques monétaires comporte la défense commune des taux de change, en sorte que les réalignements ne soient entrepris que sous l'effet de l'évolution des déterminants fondamentaux, et l'élaboration d'une politique commune à l'égard des devises tierces. Les pays devraient abandonner les tentatives de contrôler séparément des offres de monnaie nationales qui perdront de plus en plus leur signification si les possibilités de substitution entre devises sont accrues et si les parités sont maintenues face à des chocs financiers. Il faut à la fois une gestion interdépendante des taux d'intérêt monétaires et une multilatéralisation d'interventions non stérilisées sur les marchés des changes. Au fur et à mesure que le SME évoluera vers un système de changes fixes, les masses monétaires nationales deviendront endogènes et la masse monétaire globale du SME prendra une signification opératoire. C'est pourquoi l'élaboration conjointe d'un agrégat monétaire pour l'ensemble du SME est le support d'une politique monétaire à l'égard des devises tierces.

Le changement des procédures dans le fonctionnement du SME devrait tout naturellement accompagner le renouvellement des objectifs monétaires. Les deux volets de la coordination monétaire justifient un plus grand usage de l'Ecu officiel. Pour défendre les parités, alors que les occasions de substitutions de devises seront

---

fortement augmentées, il faut multilatéraliser les interventions infra-marginales en monnaies nationales, donc leur faire bénéficier des lignes mutuelles de crédit illimité à très court terme. Le prolongement de la banalisation de ce type d'interventions est la suppression des restrictions aux règlements en Ecus des soldes d'intervention. Aussi, l'Ecu serait mis sur le même plan que les monnaies des pays créanciers pour les règlements entre banques centrales. Comme ces règlements établissent des positions nettes en Ecus, il faudrait améliorer la qualité de l'Ecu officiel en tant qu'actif de réserve. Cela implique à la fois un changement des conditions d'émission des Ecus officiels et une amélioration très sensible de leur mobilisation.

Les interventions infra-marginales multilatérales conduisent les banques centrales à diversifier leurs réserves dans les monnaies des partenaires. Les règlements en Ecus des soldes d'intervention créent des réserves nettes pour les pays créanciers. Ces deux développements rendront caduque l'émission d'Ecus selon des swaps renouvelables contre réserves en or et dollars détenus par les banques centrales. Les Ecus devront être émis selon les besoins d'interventions contre dépôts en monnaies nationales. Ils seront donc créés à titre définitif comme un engagement du FECOM et la contribution de chaque pays à la création d'Ecus ne dépendra plus de conditions fortuites, comme la composition de ses réserves de change et l'errance des prix les plus spéculatifs qui soient, le cours du dollar et le prix de l'or. Quant au montant global d'Ecus il serait endogène comme les bases monétaires en monnaies nationales. Mais le montant d'Ecus officiels ferait partie de la masse monétaire globale du SME. La proportion entre les Ecus et les monnaies nationales émises dépendrait des interventions coordonnées, mais la création d'Ecus, comme la création des monnaies nationales, n'en serait pas moins limitée par l'ancrage de l'objectif monétaire global du SME.

On peut ainsi envisager un processus graduel de répercussions positives entre l'apprentissage de la coordination monétaire et le renforcement des règles du SME. Chaque changement dans les procédures devrait remplir une fonction nouvelle découlant des transformations du contexte économique global que l'Europe doit affronter.

## BIBLIOGRAPHIE

### *Première partie*

- Aglietta M. Orléan A. Oudiz G : « Des adaptations différenciées aux contraintes internationales », *Revue Economique*, juillet 1981.
- Aglietta M. ed. : « L'Ecu et la vieille dame », *Economica*, 1986.
- Aglietta M. : « L'économie française face aux contraintes de change : une tragédie revisitée », *Les Cahiers Français*, n° 229, 1987.
- Allen P.R. : « The Ecu : Birth of a currency », *Group of Thirty occasional papers*, n° 20, 1986.
- Blanchard O. *et alii* : « Employment and growth in Europe, a two handed approach », *CEPS Papers*, n° 36, juin 1985.
- Boyer R. ed. : « La flexibilité du travail en Europe », *La Découverte*, 1986.
- Boyer R. : « Aspects de la crise. Les économies au milieu du gué », *CEPREMAP*, 1987.
- Commission Européenne, Rapport du groupe Padoa-Schioppa : « Efficacité, stabilité et équité : une stratégie pour l'évolution du système économique de la CEE », 1987.
- Cooper R.N. : « External constraints on European Growth », *Conference on Impediments to European Economic Growth*, 9-10 octobre 1986.
- Fitoussi J.P. et Phelps E.S. : « Causes of the 1980s slump in Europe », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, 1986.
- Krugman P.R. : « Slow growth in Europe : conceptual issues », *Conference on Impediments to European Economic Growth*, 9-10 octobre 1986.
- Layard R. *et alii* : « Europe : the case for unsustainable growth », *CEPS Papers*, n° 8-9, mai 1984.
- Le Cacheux J., Szpiro D. : « Part salariale et emploi », *Observations et diagnostics économiques*, OFCE, n° 8, 1984.
- Le Dem J. et Pisani-Ferry J. : « Crises et politiques économiques dans les grandes économies industrielles : permanences et changements », *Critique de l'Economie Politique*, n° 26-27, 1984.
- Le Dem J. : « Quelques travaux récents sur le lien emploi-salaire réel », *Doc. n° 85-07*, CEPPII, 1985.
- Malinvaud E. : « Les causes de la montée du chômage en France », *Revue Française d'Economie*, vol. 1, n° 1, 1986.
- Mazier J., Baslé M. et Vidal J.-F. : « Quand les crises durent », *Economica*, 1984.
- OCDE, « Perspectives Economiques », décembre 1982.
- Orléan A. : « L'insertion dans les échanges internationaux : comparaison de cinq grands pays développés », *Economie et Statistique*, n° 134, janvier 1986.
- Oudiz G. : « Stratégies économiques européennes : coordination ou confrontation ? » *ISMEA*, 1985.
- Sachs J.-D. : « Real wages and unemployment in the OECD countries », *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 1983.
- Steinherr A. : « Income distribution and employment in the European Community 1960-82 », *CEE Economic Papers*, n° 23, 1983.
- Ungerer H., Ewans O., Mayer T., Young P., « the EMS : recent developments », *IMF Occasional Paper*, 1986.

---

*Deuxième partie*

- Aglietta M. : « La fin des devises-clés », Agalma, La Découverte, 1986.
- Brender A., Gaye P., Kessler V. : « L'après-dollar », Paris, Economica, 1986.
- Dooley M.-P., Isard P. : « The portfolio-balance model of exchange rates and some structural estimates of the risk premium », *IMF Staff Papers*, vol. 30, décembre 1983.
- Giavazzi F., Pagano M. : « Capital controls and the EMS », *Euromobiliare Occasional Paper*, Milan, juin 1985.
- Giavazzi F., Giovannini A. : « The EMS and the dollar », *Economic Policy* 2, avril 1986.
- Giavazzi F., Giovannini A. : « Models of the EMS : is Europe a greater deutschemark area ? » *ronéoté*, janvier 1987.
- Le Cacheux J. : « Substituabilité des actifs financiers et taille relative des marchés », Projet Polycentrisme monétaire international, OFCE, septembre 1986.
- Mathis J. : « L'évolution des taux de change vue au travers d'une schématisation du Système monétaire international : application à la hausse du dollar », direction de la Prévision, 1984.
- Melitz J., « The welfare case for the EMS », *Journal of international money and finance*, n° 4, 1985.
- Melitz J. : « The prospect of a depreciating dollar and possible tension inside the EMS », INSEE, Paris, novembre 1985.
- Micossi S. : « The intervention and financing mechanisms of the EMS and the role of the Ecu », *Banca nazionale del lavoro quarterly review*, décembre 1985.
- Miles M.-A. : « Currency substitution, flexible exchange rates, and monetary independence », *American Economic Review*, 68, 3, juin 1978.
- Nancy G., Fuguet J.-L. : « Substitution des devises et dynamique des cours de change dans le SME », CEDERS université Aix-Marseille II, janvier 1987.

## Annexe 1

### Régimes de croissance en économie ouverte

Le modèle décrit ci-dessous adapte aux économies ouvertes des pays du SME un modèle de croissance et long terme à progrès technique endogène construit par R. Boyer. Cette adaptation consiste à modéliser le commerce extérieur sous une condition d'équilibre de la balance commerciale à long terme, l'intégration du marché des capitaux au marché mondial et la formation du taux de change réel.

#### Equations structurelles

Commerce extérieur : hypothèse d'équilibre à long terme

$$(1) \dot{X} = \mu \dot{Y}^* + \gamma \dot{q}$$

$$(2) \dot{M} = v \dot{Y} - \varepsilon \dot{q}$$

$$(3) \dot{X} = \dot{M} + \dot{q}$$

Marché des capitaux et taux de change réel

$$(4) r = \dot{q} + \bar{r}$$

$$(5) \dot{q} = \theta (\bar{q} - q)$$

$$(6) q = \lambda \left( \frac{R}{Y} - \bar{\rho} \right) + \bar{q}$$

Offre et répartition

$$(7) \dot{\pi} = a + b \left( \frac{I}{Y} \right) + d \dot{Y}$$

$$(8) \frac{I}{Y} = v \dot{Y} + u \left( \frac{R}{Y} \right) - tr$$

$$(9) \dot{W} = k \dot{\pi} + 1 \dot{N} + h$$

$$(10) \dot{N} = \dot{Y} - \dot{\pi}$$

$$(11) \frac{R}{Y} = 1 - \frac{WN}{Y}$$

Variables :

X, M, Y sont les exportations, les importations et le PIB réels.

q est le taux de change réel.

r est le taux d'intérêt réel.

$\pi$  est la productivité du travail.

---

$\frac{I}{Y}$  est le taux d'investissement.

$W$  est le taux de salaire.

$N$  est l'emploi total.

$\frac{R}{Y}$  est la part des profits.

Ce modèle comporte des relations structurelles contribuant à établir les interrelations entre taux d'intérêt réel et taux de croissance. La progression tendancielle de la demande globale est limitée par l'équilibre externe. Le marché des capitaux intégré et, par conséquent, la différence des taux d'intérêt réels entre un pays et l'étranger est égale à long terme à la variation de son taux de change réel. Plus la croissance d'un pays est élevée, plus elle doit être soutenue par un taux d'investissement et donc une part des profits élevée, ce qui est réalisé par un niveau initial bas du taux de change réel. Ce bas niveau initial, qui doit être périodiquement rétabli par des dévaluations pour que le pays maintienne sa croissance relative plus élevée, autorise une appréciation tendancielle du taux de change réel qui est compatible avec un taux d'intérêt réel plus faible qu'à l'étranger. Ainsi un taux de croissance élevé correspond-il à un taux d'intérêt réel bas. Enfin, selon les modalités de formation des progrès de productivité, la croissance est-elle plus ou moins dépendante du taux d'investissement à travers la rationalisation des processus de production ou plus ou moins dépendante de l'expansion de la demande globale à travers les rendements croissants.

## Equations réduites

En résolvant le modèle pour des croissances équilibrées, on met en évidence deux équations réduites entre le taux de croissance et le taux d'intérêt réel, représentatives respectivement de l'équilibre externe (EE) et de l'équilibre interne (EI) :

(EE) est une équation de demande globale qui détermine le taux de croissance permis par un niveau donné du taux d'intérêt réel et compatible avec l'équilibre externe.

(EI) est une équation d'offre globale qui détermine le taux d'intérêt réel soutenable pour un taux de croissance donné.

La stabilité de l'équilibre implique

$$d \left( \frac{r}{Y} \right)_{EI} < d \left( \frac{r}{Y} \right)_{EE} \text{ et } - d \left( \frac{r}{Y} \right)_{EI} < d \left( \frac{r}{Y} \right)_{EE}$$

Les équations réduites sont :

$$(EE) : \dot{Y} = \frac{\mu}{v} \dot{Y}^* + \frac{1}{v} (\gamma + \varepsilon - 1) (r - \bar{r})$$

$$(EI) : r = - \frac{1 - \ell - \left(\frac{d}{b} + v\right)}{(k - \ell) \left(\frac{u}{\sigma\lambda} + t\right)} \dot{Y} + \frac{\frac{u\bar{r}}{\sigma\lambda} + u\bar{p} + \frac{a}{b} + \frac{h}{k - \ell}}{\frac{u}{\sigma\lambda} + t}$$

### Configuration types

La transformation des relations entre  $r$  et  $Y$  est la même dans les six pays, (graphiques 7 et 8) :

De la première période (1961-73) à la seconde (1974-80) : baisse conjointe du taux d'intérêt réel et du taux de croissance.

De la seconde période (1974-80) à la troisième (1981-86) : augmentation du taux d'intérêt réel et diminution du taux de croissance.

Ces changements d'équilibre peuvent être interprétés comme les résultats des transformations dans les conditions internes de croissance couplées à des contraintes émanant de l'économie mondiale.

TABLEAU 5

Caractères de la croissance	1 <sup>re</sup> période	2 <sup>e</sup> période	3 <sup>e</sup> période
Environnement international de l'Europe des six	Croissance mondiale ( $Y^*$ ) élevée. Taux d'intérêt mondial ( $\bar{r}$ ) stable	Chocs pétroliers : réduction de la croissance mondiale	Augmentation du taux d'intérêt réel mondial
Conditions de l'accumulation du capital et de la productivité	Importance des effets d'accélération ( $v$ ) dans le taux d'investissement et des rendements d'échelle ( $d$ ) dans les progrès de productivité. Tendence soutenue du progrès technique autonome ( $a$ )	Réduction des effets d'accélération et de rendements d'échelle. Importance accrue des gains de productivité par rationalisation ( $b$ ) et dépendance accrue de l'investissement à l'égard des profits ( $u$ )	Les caractéristiques de la 2 <sup>e</sup> phase sont accentuées avec la hausse du taux d'intérêt réel ( $t$ ). Le trend du progrès technique autonome fléchit avec le marasme mondial
Répartition des revenus	Les progrès de productivité sont redistribués dans le salaire réel ( $k$ élevé). L'état du marché du travail a peu d'influence ( $l$ faible)	La loi de formation du salaire réel est inchangée qualitativement. Mais les conflits de répartition abaissent l'élasticité à la productivité	La formation du salaire réel passe d'une économie de partage ( $k$ élevé et $l$ faible) à une économie de marché du travail ( $k$ faible, $l$ élevé)

---

## Statique comparative

Ces caractéristiques se traduisent dans les pentes et les positions des EE et EI.

### De la 1<sup>ère</sup> à la 2<sup>e</sup> période

En 1<sup>ère</sup> période les 2 droites ont des pentes positives et des positions élevées sur les axes :

- parce que  $Y^*$  est élevée pour EE et que  $a, h$ , sont élevés pour EI.

En 2<sup>e</sup> période :

- EE se déplace vers la gauche par réduction de  $Y^*$ .
- EI prend une pente négative par diminution de  $d$  et  $v$  et glisse vers le bas avec la baisse de  $a, h$ .

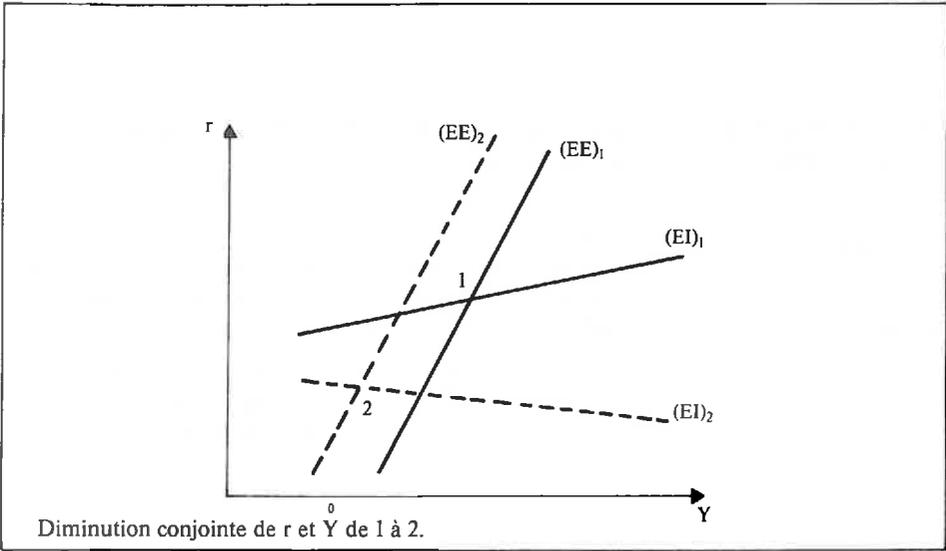
### De la 2<sup>e</sup> à la 3<sup>e</sup> période

En 3<sup>e</sup> période :

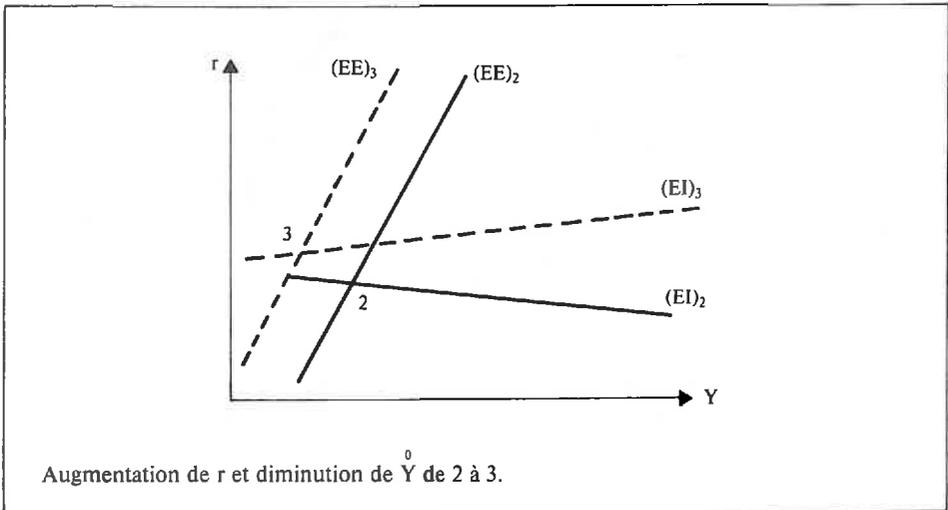
— EE continue à se déplacer vers la gauche sous l'effet conjoint d'une nouvelle réduction de la croissance mondiale et de l'augmentation du taux d'intérêt international.

— EI retrouve une pente positive avec la détermination concurrentielle des salaires ( $1 > k$ ). La position de la droite /2<sup>e</sup> période est ambiguë. On peut penser que la hausse de  $r$  et du taux de profit désiré ( $\bar{p}$ ) l'emportent sur la réduction de  $a \rightarrow$  EI se déplacerait légèrement vers le haut.

GRAPHIQUE 6



GRAPHIQUE 7



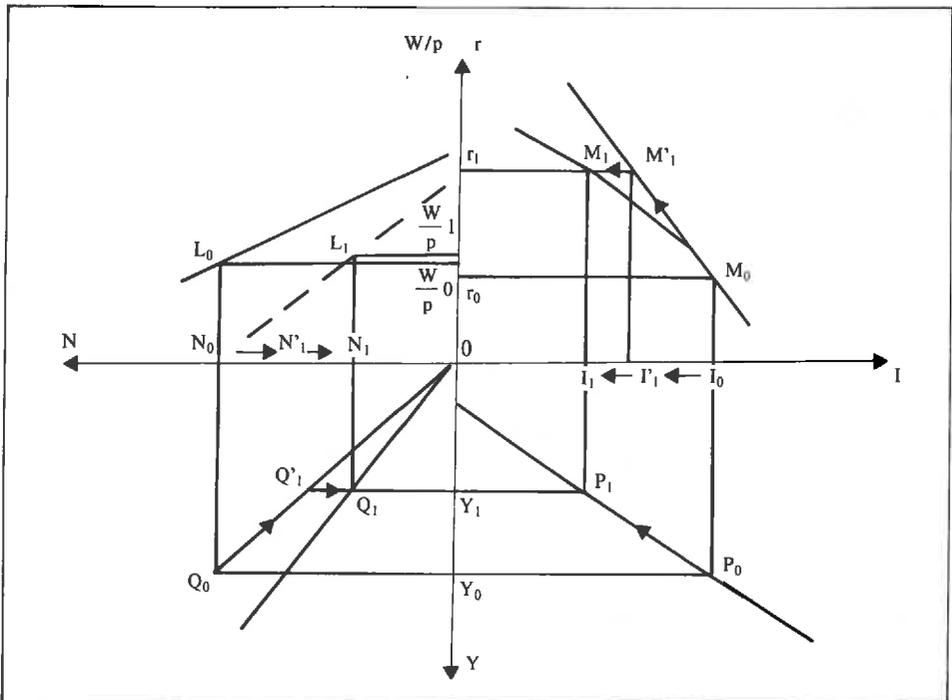
## Annexe 2

### Effets d'une augmentation durable du taux d'intérêt réel sur l'équilibre macro-économique

On suppose que le taux d'intérêt s'élève de  $r_0$  à  $r_1$  en réponse à une augmentation du taux d'intérêt mondial déterminé sur le marché des titres publics à long terme en dollars. Cette élévation de  $r$  est une donnée parce que les pays européens n'ont aucune influence séparément sur le taux d'intérêt mondial.

L'élévation du taux d'intérêt réel provoque des effets de demande et d'offre sur tous les marchés que l'on décompose analytiquement pour repérer qualitativement le sens des changements induits dans l'équilibre macroéconomique.

GRAPHIQUE 8



## **Incidences sur les investissements nouveaux**

Dans le premier quadrant, la courbe de demande d'investissements désirée par les entreprises est le montant des dépenses en capital qui optimise leur profit anticipé sur leur horizon temporel lorsque la production programmée peut être écoulee aux prix prévus. La courbe de demande d'investissements contrainte est le montant de dépenses en capital qui peut être réalisée, compte tenu du crédit offert par les banques.

L'élévation du taux d'intérêt réel de  $r_0$  à  $r_1$ , déplace le point d'équilibre de  $M_0$  à  $M_1$  sur la courbe de demande désirée, car elle réduit la profitabilité anticipée des investissements pour deux raisons :

- elle accroît le coût d'usage du capital ;
- elle réduit l'horizon économique des investissements en augmentant le taux d'actualisation des profits prospectifs.

En outre, l'élévation du taux d'intérêt réel, si elle est importante et durable, entraîne des contraintes financières accrues pour une partie au moins des entreprises. Au taux  $r_0$ , les entreprises n'étaient pas contraintes. Mais en  $r_1$ , seuls peuvent être entrepris les investissements les plus rentables, qui sont aussi les plus risqués. En outre, l'augmentation des charges financières détériore la solvabilité des entreprises endettées. Il s'ensuit un rationnement du crédit au point  $M_1$ . Le volume d'investissement  $I_1$  est plus faible que le montant  $I_0$  par l'ensemble des entreprises au taux  $r_1$ .

## **Incidences sur la demande globale**

La relation entre  $I$  et  $Y$  dans le deuxième quadrant résume l'intervention du multiplicateur et de l'accélérateur pour une augmentation des capacités de production à taux constant et compatible avec l'investissement  $I_1$ . L'effet récessif est nourri par la réduction de la demande finale dans deux composantes essentielles qui sont sensibles à la hausse du taux d'intérêt réel :

- l'investissement en logement des ménages qui est sensible au renforcement de la contrainte financière, ainsi que la consommation de biens durables financés à crédit ;
- l'accroissement des charges de la dette publique qui provoque une évolution cocyclique du budget.

## **Incidences sur la productivité du travail**

A productivité du travail donnée, la diminution de la demande globale de  $Y_0$  à  $Y_1$  devrait déplacer l'équilibre de la production de  $Q_0$  à  $Q_1$ . L'emploi devrait décliner de  $N_0$  à  $N_1$ .

Mais l'augmentation du taux d'intérêt réel entraîne un déclassement accéléré des capacités de production installées. Ce processus est directement et massivement

---

destructeur d'emplois. Car le rétrécissement de l'horizon des entreprises, avec l'élévation du taux d'actualisation, accroît la sensibilité des entreprises aux pertes et profits présents, vis-à-vis des pertes et profits futurs. Comme la demande globale fléchit, le stock de capital est amputé des éléments existants et devenus non rentables à l'horizon restreint de prévision des entreprises. Il en résulte un effet de sélection des équipements les plus efficaces, qui provoque un relèvement de la productivité moyenne du travail.

## **Incidences sur le salaire réel et le partage des revenus**

Dans le quatrième quadrant, la courbe de demande de travail détermine le salaire réel en termes du produit vendu que les entreprises acceptent de payer aux différents effectifs. Une courbe de demande de travail a donc sa position qui dépend du taux de marge désiré par les entreprises. Si le taux de marge désiré demeurerait constant, la réduction de l'emploi se traduirait par une élévation du salaire réel. Mais la recherche par les entreprises d'un taux de marge plus élevé, pour recouper l'accroissement des charges financières et pour rentabiliser des investissements réduits sur un horizon plus court, entraîne un déplacement vers le bas de la courbe de demande de travail. En même temps, l'effet des déclassements sur la fonction de production en augmente la pente parce qu'il accroît la productivité marginale du travail à tout niveau d'emploi.

Le déplacement de la courbe de demande travail est la résultante de plusieurs processus :

- une réduction moyenne de la qualité de la main d'œuvre par diminution des investissements en capital humain ;
- une plus grande instabilité de l'emploi par accroissement de la proportion d'emplois précaires dont les rémunérations sont liées à l'état du marché du travail et ne bénéficient pas d'une redistribution des progrès de productivité ;
- un durcissement des négociations salariales par les entreprises.

Le résultat d'ensemble de la déformation de l'équilibre macro-économique dans un sens récessif est une stagnation ou une augmentation faible du salaire réel, alors que la productivité du travail augmente fortement. Il en résulte une concomitance de l'augmentation importante du chômage et de la diminution de la part salariale.