

**ENGAGEMENTS INSTITUTIONNELS  
ET CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE :  
ÉTUDE CRITIQUE ET ANALYSE ÉCONOMÉTRIQUE  
DU MÉCANISME DE CHANGE DU SME**

**Thomas Egebo et A. Steven Englander**

**TABLE DES MATIÈRES**

Introduction.....	52
I. Crédibilité et anticipations inflationnistes.....	58
A. Fondements analytiques .....	58
B. Mesures pour assurer la crédibilité .....	59
C. Limitations du modèle de crédibilité.....	61
II. Gains de crédibilité résultant de l'appartenance au mécanisme de change du SME: tour d'horizon des travaux consacrés a la question .....	63
A. Introduction .....	63
B. Le rôle prépondérant de l'Allemagne et les gains de crédibilité sur les marchés financiers.....	64
C. Gains de crédibilité sur les marchés du travail.....	69
III. L'appartenance au mécanisme de change du SME a-t-elle réduit le coût de la désinflation? .....	72
A. Taux de sacrifice .....	72
B. Courbes de Phillips .....	74
C. Auto-régressions vectorielles .....	83
IV. Conclusion .....	87
Bibliographie.....	91

---

Thomas Egebo est Administrateur à la Division des Études nationales-II. A. Steven Englander est Administrateur principal à la Division des Perspectives économiques. Les auteurs remercient Jørgen Elmeskov, Robert Ford, David Grubb, John P. Martin et Jeffrey R. Shafer de leurs commentaires et de leurs suggestions qui ont grandement amélioré le fond et la forme de ce document. Les erreurs qui pourraient éventuellement subsister sont à imputer aux auteurs. Ceux-ci tiennent également à remercier Rosemary Chahed et Valérie Luccioni pour la préparation technique du document ainsi qu'Isabelle Duong, Laurence Le Fouler et Colin Webb pour les recherches qu'ils ont effectuées.

---

## INTRODUCTION

Créé au départ pour réduire la variabilité des taux de change nominaux, le mécanisme de change (MdC) du système monétaire européen symbolise désormais l'attachement de ses pays membres à des taux d'inflation faibles et stables. Dans cette optique, on avance parfois l'idée que la contrainte de taux de change contribue doublement à freiner l'inflation, d'une part en agissant directement sur les anticipations inflationnistes du secteur privé, ce qui accélère la désinflation et en limite le coût en termes de production, et d'autre part en limitant la possibilité de mettre en œuvre des politiques monétaire et budgétaire inflationnistes. Nous tenterons ici de déterminer la mesure dans laquelle les anticipations inflationnistes ont été affectées par l'attachement croissant au MdC.

Pendant les années 80, les premiers membres du MdC ont vu leur inflation fortement reculer, particulièrement dans les pays où elle était élevée lors de leur adhésion au mécanisme (tableau 1, graphique 1). Dans le même temps néanmoins, leur taux de chômage a sensiblement augmenté et cette aggravation n'a été que partiellement inversée pendant la reprise observée de 1987 à 1990. Du fait de la simultanéité de l'aggravation du chômage et du recul de l'inflation, il est difficile de déterminer si l'adhésion au MdC a eu pour principal avantage de rendre nécessaires des politiques désinflationnistes du fait de la contrainte de taux de change, ou si, du seul fait de cette contrainte, la crédibilité de l'engagement à la réduction de l'inflation s'est améliorée, ce qui a directement contribué à réduire les anticipations inflationnistes.

La distinction est importante parce que les mesures qui freinent directement les anticipations inflationnistes réduisent également les coûts de la désinflation dans la mesure où les taux effectifs d'inflation reculent avec les anticipations. Ainsi, les pays membres du MdC dans lesquels l'inflation est encore élevée, ainsi que les pays n'appartenant pas actuellement au mécanisme, pourraient sensiblement réduire le coût de leur désinflation si le secteur privé jugeait suffisamment crédible leur volonté de désinflation. Dans le contexte du MdC, la principale stratégie possible est le respect d'une marge fixe (et, de préférence, étroite) de fluctuation admise des taux de change. Dans un contexte plus général, plusieurs stratégies différentes ont été proposées.

Dans le présent article, nous examinerons les bases analytiques de l'hypothèse de crédibilité avant de passer en revue les données économétriques disponibles pour tenter de déterminer si la crédibilité a ou non contribué à une désinflation à moindre coût dans les pays du MdC. Nous fournirons ensuite un certain nombre d'estimations indépendantes des effets possibles de crédibilité depuis 1987, date à laquelle les taux de change nominaux sont devenus pratiquement fixes entre les pays membres du MdC. La plus grande stabilité des taux de change nominaux au sein du MdC depuis 1987 permet de juger de manière relativement sûre le bien-fondé de l'hypothèse selon

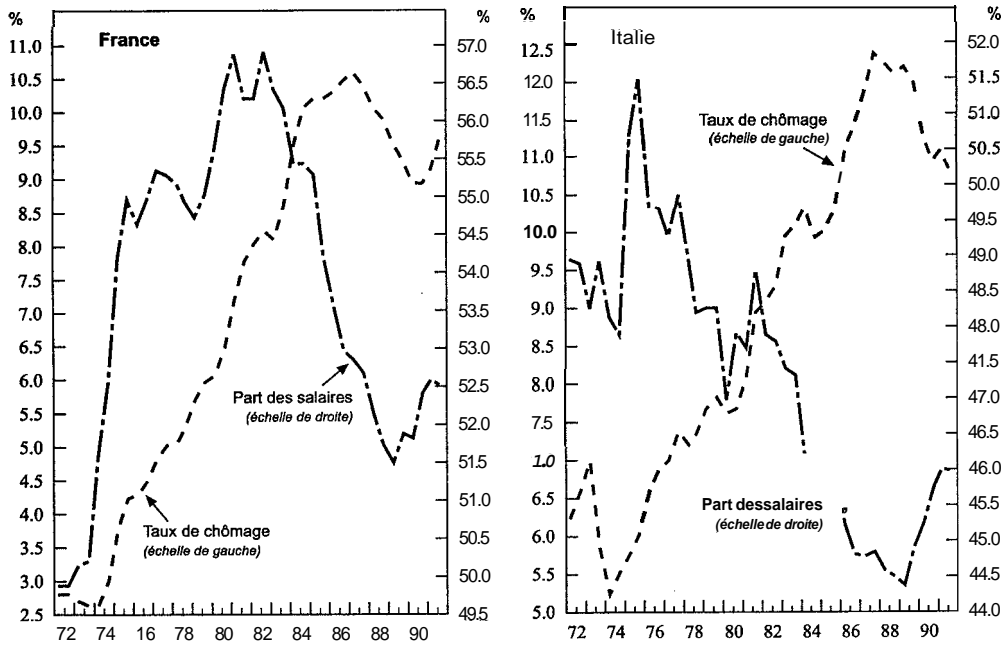
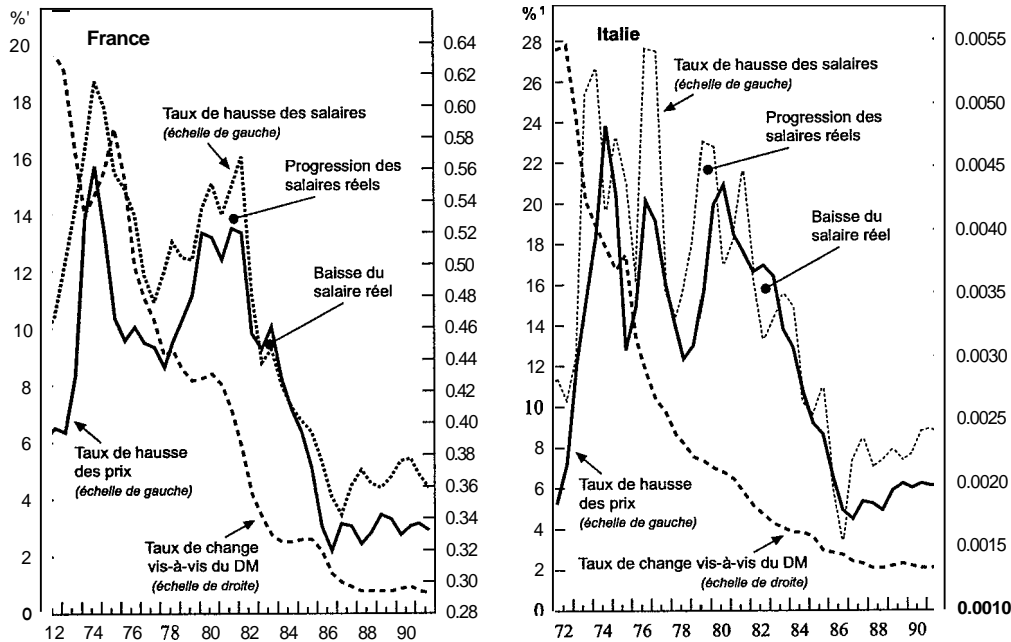
**Tableau 1. Comparaison des taux d'inflation dans les pays Membres et non membres du mécanisme de change**

Pourcentage de variation des indices implicites des prix de la consommation privée en taux annuels

	Coefficients de pondération	1978-80	1981-83	1984-86	1987-89	1990	91II 90II	Classement (pays à faible inflation = 1)		
								1978-80	1987-89	1990
Pays ayant les <b>premiers</b> adhéré au mécanisme de change										
Allemagne		4.3	5.0	1.4	1.7	2.5	3.8	2	3	2
France	42.0	11.0	11.4	5.4	3.1	2.9	2.8	13	7	5
Italie	35.5	16.0	16.7	8.8	5.5	6.2	6.1	18	14	17
Pays-Bas	10.1	5.3	4.8	1.6	0.9	2.5	2.7	6	2	2
Belgique	6.5	4.8	7.9	4.2	2.2	3.5	3.2	3	5	9
Danemark	4.7	10.1	9.7	4.5	4.8	2.5	2.7	12	12	2
Irlande	1.2	13.7	14.5	5.5	3.2	3.2	3.0	16	8	7
Moyenne pondérée, exclusion faite de l'Allemagne		11.8	12.3	6.1	3.7	4.1	4.0			
Moyenne non pondérée, exclusion faite de l'Allemagne		10.2	10.8	5.0	3.3	3.5	3.4	11	8	7
Pays nouvellement membres										
Royaume-Uni		12.9	8.2	4.9	5.0	5.0	6.0	15	13	11
Espagne		17.4	13.7	9.3	5.7	6.7	2.4	19	15	18
Pays non membres du mécanisme de change										
États-Unis	54.9	9.1	6.3	3.2	4.3	5.0	3.4	9	10	11
Japon	29.5	5.2	3.1	1.7	0.6	2.4	2.4	5	1	1
Canada	5.0	8.7	9.2	3.8	4.2	4.2	5.3	8	9	10
Australie	2.4	9.5	9.6	7.4	7.2	6.1	2.8	11	18	15
Autriche	1.4	5.0	5.7	3.6	1.8	3.1	3.1	4	4	6
Finlande	1.1	9.2	10.0	5.4	4.5	5.8	3.9	10	11	14
Nouvelle-Zélande	0.5	14.7	12.3	11.7	9.3	6.1	2.3	17	19	15
Norvège	1.1	7.8	10.9	6.6	6.1	3.2	3.1	7	16	7
Suède	2.0	11.3	11.4	6.4	6.1	9.3	9.3	14	16	19
Suisse	2.1	3.2	4.9	2.4	2.5	5.4	5.5	1	6	13
Moyenne pondérée		7.8	5.8	3.0	3.3	4.3	3.3			
Moyenne non pondérée		8.4	8.4	5.2	4.7	5.1	4.1	9	11	11

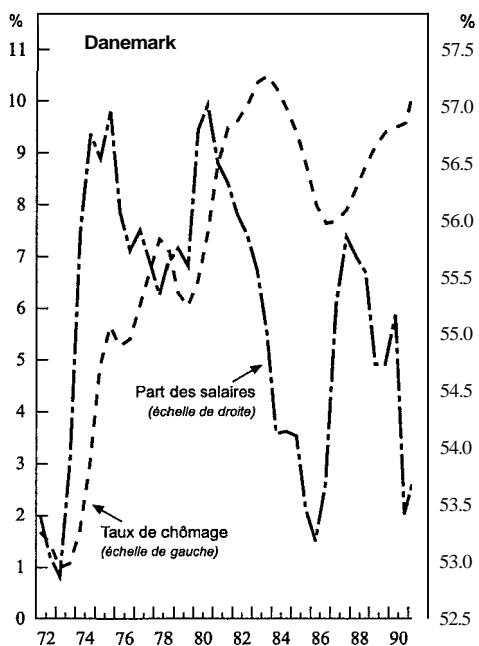
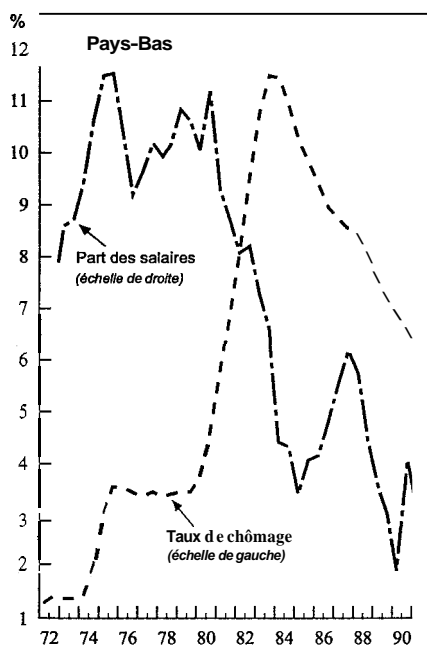
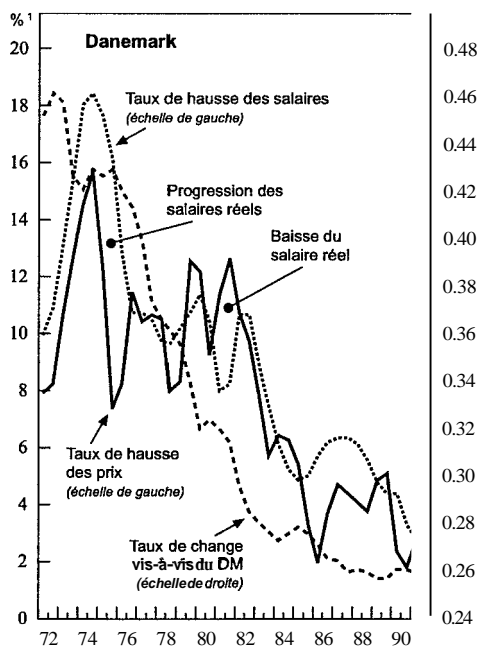
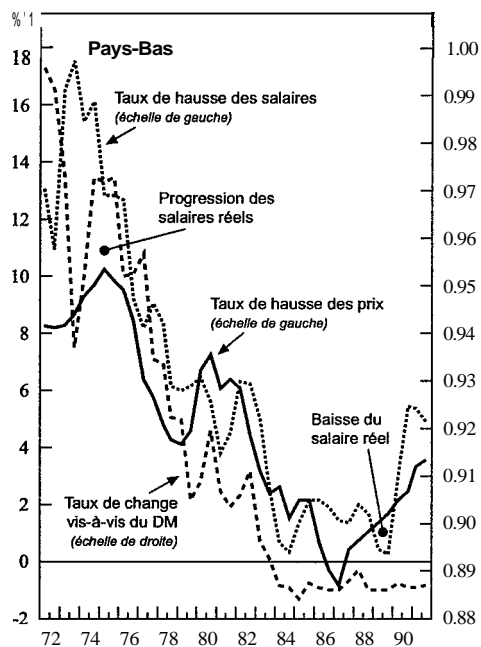
Note: Quatre pays Membres de l'OCDE ne figurent pas dans le tableau : Islande, Grèce, Portugal et Turquie. De tous les pays Membres de l'OCDE, ces pays sont ceux où la hausse des prix a été la plus forte au cours de chacune des périodes étudiées. Le récent classement est fondé sur les taux d'inflation de 1990 afin de faire abstraction des effets de l'unification allemande.

**Graphique 1. Conditions du marché du travail et réduction de l'inflation dans les pays membres du mécanisme de change**



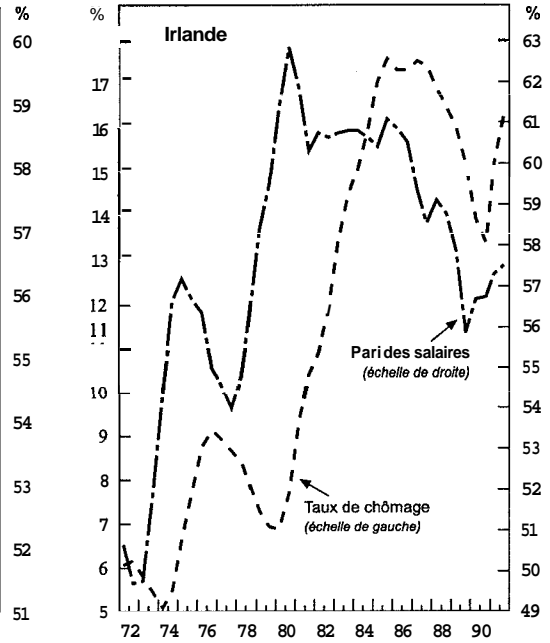
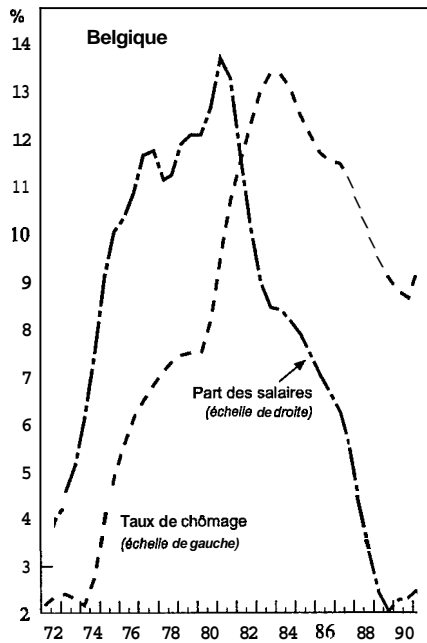
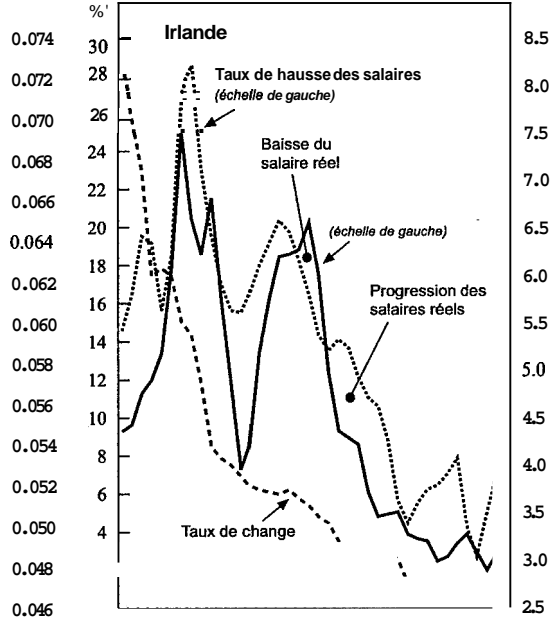
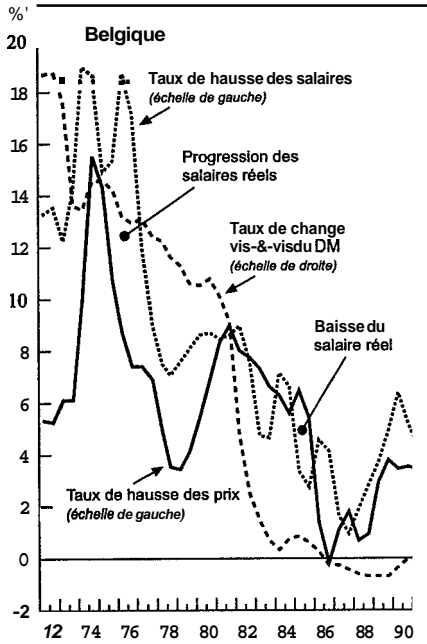
1. Variation par rapport à deux semestres plus tôt.

**Graphique 1. (suite) Conditions du marché du travail et réduction de l'inflation dans les pays membres du mécanisme de change**



1. Variation par rapport à deux semestres plus tôt.

Graphique 1. (suite) Conditions du marché du travail et réduction de l'inflation dans les pays membres du mécanisme de change



1. Variation par rapport à deux semestres plus tôt.  
Source : Secrétariat de l'OCDE.

laquelle le respect d'une ligne de conduite vérifiable, définie en fonction d'un point d'ancrage nominal modifiera rapidement les anticipations inflationnistes, encore qu'il soit toujours difficile d'apprécier avec exactitude la crédibilité d'une politique.

Cette étude des fondements analytiques du modèle de crédibilité et des travaux économétriques conduit à la conclusion que la crédibilité de la politique mise en œuvre dans les pays membres du MdC n'a pas sensiblement réduit les coûts de la désinflation. La crédibilité a eu certes quelques effets sur les marchés financiers dans la seconde moitié des années 80, mais on ne dispose guère d'éléments conduisant à penser que les anticipations inflationnistes ont tendu à s'affaiblir sur les marchés du travail ou des biens après 1987. Cette conclusion rejoint les résultats généralement négatifs auxquels aboutissent les études réalisées pour la période antérieure à 1987. En particulier, pas plus les évolutions décrites ci-après que l'examen des travaux antérieurs ne fournissent de base solide pour conclure que le respect des marges de fluctuation du MdC modifie l'alternative inflation-chômage. En conséquence, soit les anticipations inflationnistes n'ont pas répondu à la crédibilité accrue de la politique de lutte contre l'inflation, soit les institutions et les rigidités du marché du travail ont empêché la baisse des anticipations de se répercuter sur les taux d'inflation.

L'analyse faite dans le présent document présente un autre intérêt aussi bien méthodologique que politique. Selon une opinion généralement répandue, l'augmentation du NAIRU (taux de chômage non accélérateur de l'inflation) est responsable de l'essentiel de l'aggravation du chômage dans les pays membres du MdC pendant les années 80, ce qui conduit à douter des méthodes traditionnellement utilisées pour vérifier les gains de crédibilité, qui tentent de déceler les changements structurels dans des versions classiques de courbes de Phillips enrichies des anticipations incorporant des valeurs constantes du NAIRU. Pour éviter ce genre de problèmes, nous avons utilisé ici plusieurs méthodes différentes pour décomposer le taux de chômage et dégager sa composante conjoncturelle et sa composante tendancielle, c'est-à-dire le NAIRU. Si ces décompositions peuvent permettre de dissocier la composante conjoncturelle du chômage du NAIRU, il devrait exister une relation stable entre le terme représentant le chômage conjoncturel et les salaires, le NAIRU n'intervenant donc pas dans la formation des salaires. Ainsi, en suivant les modifications du NAIRU, il serait possible de déceler des effets de crédibilité même dans les périodes où le NAIRU augmente. Néanmoins, l'utilisation d'une telle décomposition n'inverse pas les conclusions fondées sur les courbes de Phillips, à savoir que l'on ne dispose guère d'éléments témoignant d'un affaiblissement des anticipations inflationnistes du fait de la crédibilité dans la dernière partie des années 80. Deuxièmement, les composantes tendancielle calculées ont souvent plus d'effet sur le comportement des salaires que les composantes conjoncturelles estimées, ce qui infirme l'idée selon laquelle le glissement ascendant du niveau moyen des taux de chômage pendant les années 80 n'aurait guère eu d'effet sur l'inflation. En conséquence, ces résultats justifient les tests traditionnels de recherche de la crédibilité et donnent à penser que l'aggravation du chômage pendant les années 80 a peut-être tenu moins qu'on ne le pense généralement à une augmentation du NAIRU. En règle générale, il semble utile de vérifier s'il y a effectivement absence de corrélation entre les estimations du NAIRU, obtenues soit par des modèles structurels soit par la méthode des séries chronologiques, et les augmentations de salaires.

La section I analyse les fondements analytiques des thèses relatives à la crédibilité, et fait valoir que certains des arguments avancés n'ont au mieux que peu de bases

empiriques. Il semble par ailleurs que les travaux théoriques se soient trop largement centrés sur la crédibilité de la seule politique monétaire et la détermination des pouvoirs publics dans ce domaine, ignorant largement le fait que les politiques structurelles et budgétaires peuvent saper la crédibilité d'une politique monétaire même résolue. La section II passe en revue les travaux empiriques sur la crédibilité dans le MdC. La section III présente un certain nombre d'éléments d'observation complémentaires, fondés sur la dernière période de stabilité des taux de change, qui confirment largement les résultats antérieurs et conduisent à la conclusion qu'il n'est guère évident que les effets de crédibilité aient joué un rôle dans le Comportement du marché du travail.

## I. CRÉDIBILITÉ ET ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES

### A. Fondements analytiques

Une analyse des liens entre la crédibilité, les anticipations inflationnistes et l'inflation peut permettre d'apprécier plus facilement la mesure dans laquelle un engagement crédible à la stabilité des taux de change a réduit les coûts de la désinflation au sein du MdC<sup>1</sup>. Ces coûts peuvent être réduits soit en améliorant la capacité de réaction des salaires et des prix à un excédent de l'offre, soit en faisant baisser les anticipations inflationnistes. Lorsque les prix du marché du travail et du marché des biens ne réagissent pas rapidement à un excédent de l'offre (comme c'est le cas dans nombre de pays membres du MdC), il peut être intéressant d'obtenir la désinflation par un rapide ajustement des anticipations inflationnistes plutôt que de faire appel à des mesures structurelles visant à accroître la flexibilité du marché du travail mais dont la mise en œuvre peut se révéler plus complexe. On ne peut cependant exclure le risque que, du seul fait de leur existence, les rigidités qui caractérisent les marchés du travail empêchent la répercussion de la baisse des anticipations inflationnistes sur le rythme effectif de l'inflation. Pour pouvoir faire reculer les anticipations inflationnistes, il faut que celles-ci soient au moins relativement prospectives, et qu'elles réagissent en même temps aux engagements politiques considérés comme crédibles. Contrairement à ce qui se passe lorsque les anticipations inflationnistes ne reflètent que l'évolution passée des salaires et des prix, une désinflation crédible serait plus rapide et moins coûteuse en termes de chômage et de pertes de production.

La plupart des études consacrées à la crédibilité partent de la constatation que la plupart, sinon la totalité, des pays de l'OCDE ont connu des taux d'inflation trop élevés après la fin de la guerre, et notamment après 1970, sans que cette tendance ait apparemment de retombées positives en termes d'accélération de la croissance de la production. La persistance de l'inflation a conduit les analystes à tenter de la modéliser comme un phénomène d'équilibre qui peut résulter d'une optimisation du secteur public et du secteur privé, malgré l'absence de retombées positives de l'inflation anticipée. Le modèle de base de la crédibilité est fort bien décrit dans Barro et Gordon (1983), Barro (1985) et Blanchard et Fischer (1989).



Dans le modèle de crédibilité, les anticipations inflationnistes sont plus fortes parce que les responsables de la formation des salaires et des prix reconnaissent que la politique économique a des objectifs contradictoires et irréconciliables : une inflation faible et stable et des niveaux de production supérieurs au taux naturel de croissance. Etant donné ces objectifs, les autorités sont supposées vouloir exploiter la relation à court terme entre l'inflation et la production, même lorsqu'elles reconnaissent qu'il n'existe pas de telle relation comparable à long terme. Les agents du secteur privé comprennent cette incitation et, en conséquence, ajustent en hausse leurs anticipations inflationnistes. Au-delà d'un certain point cependant, l'inflation supplémentaire nécessaire pour maintenir un niveau plus élevé de production n'est plus acceptable pour les responsables de la politique économique, et l'inflation se stabilise, mais la production n'est pas plus forte qu'elle ne l'aurait été à un taux d'inflation zéro. Les anticipations inflationnistes atteignant rapidement ce seuil, les responsables de la politique économique ne disposent plus guère de marge de manœuvre pour mettre effectivement en œuvre de nouvelles mesures expansionnistes sans porter l'inflation au-delà du niveau acceptable. Toute désinflation ultérieure entraînera une perte de production, à moins que les autorités puissent convaincre l'opinion qu'elles n'adopteront pas une politique de relance à l'avenir. Si elles ne peuvent pas rendre cet engagement crédible, elles peuvent choisir de laisser l'inflation et les anticipations inflationnistes s'établir durablement à ce niveau.

## **B. Mesures pour assurer la crédibilité**

En simplifiant à l'extrême, la crédibilité signifie que les autorités peuvent convaincre l'opinion d'accepter les engagements qu'elles prennent et d'agir en conséquence. Les autorités pouvant être tentées de renier ces engagements, l'opinion ne leur fera confiance que lorsque le respect desdits engagements est vérifiable ou lorsque la menace de pénalisation liée à leur abandon est suffisamment importante. Pour étayer ces engagements, il est préférable qu'au lieu d'être laissée à la liberté d'action des autorités qui risque de ne pas toujours s'exercer à bon escient, la formulation de la politique économique soit régie par un certain nombre de règles. Diverses méthodes ont été proposées pour assurer la crédibilité des engagements pris par les pouvoirs publics de maintenir l'inflation à un faible niveau; on a ainsi suggéré d'interdire aux autorités toute initiative en matière de relance, de donner force de loi à l'engagement à la désinflation, et de veiller à ce que la conduite de la politique économique soit confiée à des individus ou des institutions dont on sait qu'ils se refuseront à toute action de relance de caractère opportuniste.

Dans la pratique, les programmes visant à assurer la crédibilité contiennent souvent des éléments inspirés de chacune de ces trois stratégies. Ainsi, les analystes qui considèrent que le MdC a permis à des dirigeants de devenir crédibles soulignent souvent l'effet désinflationniste directement exercé par le rattachement des taux de change à une monnaie forte, telle que le deutschemark, l'isolement implicite de la formulation de la politique monétaire des considérations politiques à court terme du fait de l'adoption du taux de change comme principal objectif à court terme de la politique monétaire, et la confiance de l'opinion et des investisseurs dans l'attachement de la Bundesbank à un faible niveau d'inflation. L'essentiel des discussions concernant la nature, l'indépendance, les objectifs et même le choix du siège de la banque centrale

de la future union monétaire européenne visent à doter cette institution de caractéristiques propres à en assurer la crédibilité dès le départ.

### ***Réduction de la liberté d'action des pouvoirs publics***

L'imposition d'une règle à la conduite de la politique économique peut utilement contribuer à apaiser la crainte que la latitude laissée aux autorités ne conduise à l'inflation. Aussi longtemps que les responsables de la politique économique respectent la règle, l'opinion reconnaîtra que les engagements sont tenus et les anticipations inflationnistes resteront compatibles avec l'objectif à long terme. Les autorités seront conscientes que si elles violent la règle pour mettre à profit une baisse des anticipations inflationnistes, celles-ci recommenceront rapidement à monter, de sorte qu'au bout du compte il n'y aura ni recul de l'inflation ni accroissement de la production.

Compte tenu du décalage souvent important entre l'adoption d'une mesure et ses effets sur les objectifs finals, tels que le taux d'inflation, il peut être bon de prévoir des objectifs intermédiaires pour que l'opinion puisse vérifier en temps utile le respect de la règle fixée. Différents agrégats monétaires ont été proposés à cet effet dans le passé. On trouvera dans Federal Reserve Bank of New York (1990) une étude exhaustive des agrégats monétaires et autres objectifs intermédiaires. Les fluctuations limitées des monnaies participant au mécanisme de change (MdC) du Système monétaire européen ont été données comme exemple d'objectif intermédiaire crédible contribuant à freiner les anticipations inflationnistes. C'est ce que nous nous attacherons principalement à étudier dans le présent article.

### ***Inscrire dans la loi l'engagement pris par les autorités***

En imposant un objectif spécifique en matière d'inflation ou un objectif intermédiaire, la loi semble supprimer la liberté d'action des pouvoirs publics et la remplacer par un comportement prédéterminé. Dans la pratique, la loi peut-être rédigée de manière à garantir l'indépendance de la banque centrale et faire d'un faible taux d'inflation l'objectif prééminent de la politique monétaire. Telle a été de tout temps la mission de la Bundesbank en Allemagne, et un certain nombre d'autres pays, notamment le Canada et la Nouvelle-Zélande, ont adopté des formules analogues ces dernières années. Dans la mesure où l'on considère que la loi fait peser une contrainte obligatoire sur la politique monétaire, les anticipations inflationnistes peuvent s'ajuster en baisse pour tenir compte des objectifs prévus par la loi.

### ***Choisir des responsables attachés à la lutte contre l'inflation***

Tout le problème de la crédibilité tient à ce que l'on considère que les responsables chargés de la formulation de la politique économique peuvent être tentés de procéder par opportunisme à des actions de relance. Le choix d'un individu ou d'une institution bien connus pour leur attachement à la lutte contre l'inflation est une autre manière de donner à l'opinion l'assurance que la politique restera non inflationniste. On trouvera dans Rogoff (1985, 1987) une analyse détaillée des implications du choix de responsables adversaires résolus de l'inflation.

### C. Limitations du modèle de crédibilité

Pour que des politiques désinflationnistes crédibles parviennent à réduire les anticipations inflationnistes, il faut que l'économie ait une structure sous-jacente spécifique. En particulier, les hypothèses selon lesquelles les responsables de la formation des prix et des salaires ont un comportement prospectif et les modifications des anticipations inflationnistes entraîneront nécessairement un recul de l'inflation risquent de limiter l'applicabilité du modèle de crédibilité. De même, sur un plan pratique, bon nombre des objectifs intermédiaires dont on suggère l'adoption pour faire la preuve de l'attachement des autorités à leur objectif final risquent de ne pas être assez étroitement reliés à ces derniers ou de ne pas être compatibles avec des autres types d'objectifs. Même s'ils sont strictement respectés, il n'est donc pas sûr que de tels objectifs intermédiaires améliorent grandement la crédibilité.

#### *Anticipations prospectives et rigidités du marché du travail*

Pour que l'on puisse véritablement parler de crédibilité, il faut que les ménages et les entreprises formulent des anticipations qui tiennent compte des politiques futures et fixent les salaires et les prix en fonction de ces anticipations. Il apparaît cependant souvent que les anticipations inflationnistes sur les marchés du travail aussi bien que sur les marchés des biens sont plus rétrospectives que prospectives, et les « surprises » inflationnistes semblent relativement durables. Même lorsque les responsables de la formation des salaires et des prix ont en principe une optique prospective, ils peuvent juger préférable, pour de multiples et diverses considérations, de décider des anticipations sur la base des résultats passés. Ainsi, les incertitudes concernant la structure de l'économie, la relation entre la règle politique et les objectifs finals, ou encore les objectifs sous-jacents du responsable de l'action gouvernementale, peuvent généralement faire de l'inflation passée le meilleur déterminant de l'inflation future. De telles incertitudes existant habituellement, une éventuelle révision en baisse des anticipations inflationnistes risque de ne se faire que très progressivement. Dans ces conditions, la crédibilité peut aider à réduire les coûts qu'implique le maintien de l'inflation à un faible niveau sans pour autant modifier grandement le coût de la désinflation. En règle générale, il peut être risqué de compter que les agents économiques contribueront à un programme de désinflation en modifiant leur comportement en prévision d'un recul de l'inflation.

Les rigidités du marché du travail peuvent également réduire la mesure dans laquelle des politiques crédibles peuvent directement entraîner une baisse de l'inflation. Ainsi, les problèmes de relations entre travailleurs intégrés et travailleurs exclus du système de négociations salariales, la rigidité à la baisse des salaires nominaux et réels ou une fixation des travailleurs sur les niveaux relatifs de salaires peuvent empêcher le décrochement des salaires qui est nécessaire pour lancer un cycle de désinflation. En conséquence, la crédibilité peut être secondaire par rapport à de tels facteurs dans le coût effectif de la désinflation.

#### *Crédibilité des objectifs intermédiaires*

La crédibilité des mesures visant à réduire l'inflation est souvent liée au respect d'un objectif intermédiaire à court terme, tel que le taux de change ou un agrégat monétaire. En centrant l'attention de l'opinion sur un tel objectif, dont on considère qu'il permet de suivre l'orientation de la politique monétaire, on espère pouvoir réduire les

anticipations inflationnistes plus vite qu'en mettant l'accent sur le taux d'inflation effectif, lequel risque de ne réagir à l'action des pouvoirs publics qu'avec un certain retard.

Une stratégie faisant intervenir des objectifs intermédiaires comporte cependant deux risques qui peuvent grandement en affaiblir l'efficacité. En premier lieu, les objectifs intermédiaires sont souvent très imparfaitement liés aux objectifs finals. De nombreux travaux ont été faits sur l'instabilité de la relation entre bon nombre d'objectifs intermédiaires potentiels – agrégats monétaires, agrégats du crédit et de la dette, prix des produits de base et taux de change – et les objectifs finals. La « loi de Goodhart », à savoir que le lien entre une variable indicateur et un objectif final s'affaiblit à partir du moment où l'indicateur est conçu comme un objectif intermédiaire, est largement reconnue, et la faiblesse des liens entre les taux de change et les parités de pouvoir d'achat a été elle aussi fréquemment analysée. On subira des pertes aussi bien en termes de production que sur le plan de la lutte contre l'inflation dans la mesure où l'objectif intermédiaire est imparfaitement lié aux objectifs finals. Qui plus est, le manque de fiabilité de ce lien peut empêcher en soi que l'objectif intermédiaire soit considéré comme crédible, l'opinion ayant probablement conscience de ce que le strict respect de cet objectif est incompatible avec la réalisation des objectifs finals.

Le MdC a prouvé les avantages en même temps que les inconvénients d'une stratégie fondée sur des objectifs intermédiaires. Comme on le verra à la section II, la discipline monétaire a indéniablement conduit à un recul de l'inflation dans les pays où elle était antérieurement élevée. Néanmoins, la persistance de taux d'inflation relativement élevés dans quelques-uns des pays qui ont adhéré aux bandes de fluctuations du MdC conduit à penser que la stabilité des taux de change ne garantit pas la convergence des taux d'inflation, *a fortiori* des niveaux de prix, à court et moyen terme.

Dans le meilleur des cas, il semble qu'il existe un équilibre entre la perte de contrôle sur les objectifs finals et les gains de crédibilité procurés par un objectif intermédiaire. Une conclusion générale que l'on peut en tirer est que les avantages d'une stratégie fondée sur des objectifs intermédiaires seront particulièrement importants lorsque la désinflation souhaitée est elle-même importante comparativement aux chocs de la relation entre les objectifs intermédiaires et les objectifs finals. Ainsi, les pays engagés dans un processus de désinflation à partir de niveaux d'inflation très élevés apprécieront peut-être davantage la valeur d'indicateur d'un objectif intermédiaire que les pays qui démarrent à partir de niveaux d'inflation modérés.

Qui plus est, le respect d'un objectif intermédiaire n'est pas en soi suffisant pour engendrer la crédibilité si les autres politiques ne sont pas compatibles avec l'objectif final d'un faible taux d'inflation. Ainsi, l'existence d'un important déficit budgétaire peut impliquer soit la monétisation ultime de la dette publique, soit des taux d'intérêt réels élevés qui risquent de faire peser un poids intolérablement élevé sur l'activité réelle. En conséquence, le respect d'un objectif intermédiaire nominal à court terme peut ne pas assurer la crédibilité si l'on doute de sa tenabilité à long terme. De même, si l'économie intérieure est structurellement rigide, soit du fait des institutions des marchés du travail, soit du fait des politiques suivies par les pouvoirs publics, l'opinion ne saura peut-être pas très bien comment mettre en balance les engagements des responsables et les coûts potentiellement élevés de la désinflation, à supposer que ces engagements ne parviennent pas à réduire les anticipations inflationnistes. Lorsque les coûts d'une désinflation non crédible sont élevés, l'opinion peut considérer que le risque est plus grand de voir les autorités renoncer en fin de compte à leurs engagements.

## II. GAINS DE CRÉDIBILITÉ RÉSULTANT DE L'APPARTENANCE AU MÉCANISME DE CHANGE DU SME : TOUR D'HORIZON DES TRAVAUX CONSACRÉS A LA QUESTION

### A. Introduction

Bien qu'une telle possibilité n'ait pas été envisagée au départ, la perspective de rendre plus crédible un processus de désinflation est devenue l'un des principaux facteurs incitant les pays à forte inflation à adhérer au MdC<sup>2</sup>. Une telle crédibilité, fait-on valoir, peut résulter de ce que le mécanisme de change constitue une puissante contrainte extérieure qui pèse sur la politique économique interne. Ainsi, si le MdC oblige les autorités monétaires à adopter une politique de nature à réduire l'inflation (effet de discipline), il pourrait par voie de conséquence freiner aussi directement les anticipations inflationnistes des responsables de la formation des salaires et des prix (effet de crédibilité). Il est couramment admis que l'effet de discipline résulte de l'asymétrie du MdC, avec, dans le rôle phare, l'Allemagne dont la politique monétaire était conçue pour maintenir l'inflation intérieure à un faible niveau, tandis que les autres pays appartenant au mécanisme conduisaient leur politique monétaire en fonction de l'objectif de taux de change.

Une telle discipline entraîne certes une désinflation dans les pays autres que l'Allemagne, mais sans en réduire nécessairement le coût. Néanmoins, si les autorités monétaires des pays dont le taux d'inflation est peu satisfaisant apparaissent comme ancrant fermement leurs politiques sur l'objectif de faible inflation de la politique monétaire allemande, ils peuvent « emprunter » la réputation anti-inflationniste de la Bundesbank et gagner ainsi en crédibilité. En réduisant directement les anticipations inflationnistes, la participation au MdC réduirait alors le coût de la désinflation.

On fait souvent valoir que l'engagement à respecter le MdC doit être considéré comme plus crédible qu'un objectif monétaire interne ou une réglementation des taux d'intérêt pour la raison qu'étant un accord international, le mécanisme de change apparaît plus contraignant qu'un accord strictement national. En particulier, comme le notent Giavazzi et Giovannini (1988a), le mécanisme de change s'inscrit dans le contexte d'un accord plus vaste qui couvre le marché commun et les autres institutions communautaires. Dans ces conditions, l'effet de freinage exercé par le maintien d'une parité fixe peut être plus facilement acceptable que celui qui résulterait de seuls facteurs internes. De même, on considère souvent que le fait d'avoir une monnaie « forte » est un élément de prestige. Le bien-fondé de ces explications, pourtant largement admises, est très difficilement vérifiable.

Les bons résultats sur le plan de l'inflation des pays membres du mécanisme de change pendant les années 80 tendent à prouver que ces pays ont su respecter une certaine discipline, au moins dans leurs politiques monétaires. Si le rythme de la hausse des prix s'est ralenti dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, la décélération a été particulièrement accusée dans les pays appartenant au mécanisme de change : de plus de 10 pour cent en 1978-80 à 3½ pour cent en 1990 dans les six membres fondateurs du mécanisme à l'exclusion de l'Allemagne, et de 8½ pour cent à 5 pour cent dans les pays de l'OCDE non membres du mécanisme (tableau 1). Qui plus est, si l'on classe les pays en fonction de leurs résultats sur le front de l'inflation, on constate que la France, le Danemark et l'Irlande, pays où l'inflation était particulièrement forte en

1978-80, comptent maintenant parmi ceux où elle est la plus faible. L'Italie a fait reculer son taux d'inflation d'environ 10 points mais compte encore parmi les pays de l'OCDE à forte inflation, alors que l'Allemagne et les Pays-Bas ont régulièrement figuré dans le groupe à faible inflation jusqu'à l'unification allemande et l'accélération des prix qui en est résultée. Le seul pays membre du mécanisme de change dont le taux moyen d'inflation ait dérapé est la Belgique, encore que l'inflation n'y dépasse que de 1 point le taux le plus faible à l'intérieur du mécanisme de change. Au total, ces évolutions ont abouti à une nette convergence des taux d'inflation vers un niveau moyen qui, pendant les années 80, dans les pays qui ont été les premiers à participer au mécanisme de change, a reculé encore d'environ 3 points par rapport aux pays non membres du mécanisme.

Les meilleurs résultats des pays membres du mécanisme de change sur le front de l'inflation ne tiennent cependant pas nécessairement au jeu des effets de crédibilité dans la mesure où la participation au mécanisme pourrait avoir contraint les pays concernés à la désinflation sans en réduire le coût. Ce pourrait être le cas si le respect d'une stricte politique économique avait fait monter le chômage à des niveaux auxquels le rythme de progression des salaires aurait de toute façon commencé à se ralentir. C'est ce que nous tenterons de voir dans les sections qui suivent. Nous analyserons en premier lieu le rôle joué par l'Allemagne dans le MdC ainsi que les effets de crédibilité que font apparaître les données concernant les marchés financiers. Nous examinerons ensuite les éléments disponibles qui témoignent d'effets de crédibilité liés au MdC sur les marchés du travail pour tenter de déterminer si l'appartenance au mécanisme a réduit les coûts de la désinflation.

## **B. Le rôle prépondérant de l'Allemagne et les gains de crédibilité sur les marchés financiers**

La place prédominante de l'Allemagne implique que ce pays a réussi à préserver l'indépendance de sa politique monétaire après être entré dans le MdC, alors que d'autres membres, soucieux de maintenir leurs taux de change vis-à-vis du deutschemark ont été contraints d'aligner leur politique monétaire sur celle de l'Allemagne. On considère généralement que c'est parce que l'Allemagne a fourni un point d'ancrage nominal au mécanisme que celui-ci a pu avoir des effets de crédibilité, mais cette condition n'est pas suffisante pour que ces effets se manifestent effectivement.

Au départ, les principaux mécanismes de fonctionnement du SME, tels que l'indicateur de divergence et la facilité de financement à très court terme, ont été expressément conçus pour assurer la symétrie du système. Mais en analysant la gestion à court terme du système et son comportement à l'occasion des réalignements, on est amené à constater qu'il a en fait évolué de manière asymétrique, l'Allemagne jouant un rôle de premier plan. Premièrement, comme le notent Giavazzi et Giovannini (1986 et 1989), Mastropasqua *et al.* (1988) et Bini Smaghi et Micossi (1989), l'essentiel des interventions monétaires à l'intérieur du MdC ont été le fait de banques centrales autres que la Bundesbank, notamment les premières années. Et, lorsqu'elle est intervenue, la Bundesbank l'a fait le plus souvent en dollars des États-Unis, tandis que les autres banques centrales utilisaient généralement les monnaies du SME et, de plus en plus, des deutschemarks. On est ainsi conduit à penser que la Bundesbank se préoccupait essentiellement du taux de change des monnaies du MdC vis-à-vis du dollar des États-

Unis tandis que les autres banques centrales étaient surtout soucieuses de stabiliser la position de leur monnaie vis-à-vis du deutschemark. Mastropasqua *et al.* (1988) ainsi que Russo et Tullio (1988) constatent que la Bundesbank a systématiquement stérilisé les variations de la composante étrangère de la masse monétaire résultant de ses propres interventions et de celles d'autres banques centrales. De même, Giovannini (1988) constate une absence de corrélation dans le cas de l'Allemagne, mais pas dans ceux de la France et de l'Italie, entre les valeurs retardées des flux d'avoirs de réserves et les déviations par rapport aux objectifs concernant les taux d'intérêt intérieurs. Enfin, les taux d'intérêt allemands sont restés relativement stables dans les périodes de tensions spéculatives, alors que les taux d'intérêt des autres pays membres du MdC sur l'euro marché accusaient d'amples fluctuations pendant la période de contrôle des mouvements de capitaux et d'ajustements relativement fréquents des taux de change. (Voir Giavazzi et Giovannini, 1989, Giovannini, 1988, et DeGrauwe, 1989a). Il semble donc que la politique monétaire allemande ait été assez peu affectée par l'évolution des marchés des changes, les tensions de l'ajustement étant pour l'essentiel supportées par les autres membres.

Les tests de causalité fondés sur des fonctions de taux d'intérêt et de réaction de la monnaie tendent à montrer que l'Allemagne a été le pays membre du MdC qui a pu le plus préserver son indépendance monétaire. Elle n'a pu cependant agir de manière totalement autonome, et les mouvements des variables monétaires allemandes semblent avoir été affectés par les mouvements des variables monétaires d'autres pays membres du mécanisme. De la même façon, ces derniers n'ont pas tous abandonné dans les mêmes proportions l'autonomie de leur politique monétaire pour s'aligner sur la conduite de l'Allemagne. Des relations à double sens ou inverses entre la masse monétaire en Allemagne et dans les autres pays membres du MdC ont été constatées par Cohen et Wyplosz (1989), Fratianni et von Hagen (1990a,b), Mastropasqua *et al.* (1988), von Hagen et Fratianni (1990) et DeGrauwe (1989a). En revanche, selon MacDonald et Taylor (1990), il existe une relation de causalité type Granger entre la monnaie allemande et les monnaies française et italienne, alors que l'on n'observe aucune relation inverse. Utilisant les taux d'intérêt, Weber (1990) constate lui aussi une relation de causalité uniquement à partir des variables allemandes.

Alors que les réalignements occasionnels et les contrôles de change peuvent expliquer la marge de manœuvre des autorités observée au début et au milieu des années 80, certains des résultats des analyses pourraient être faussés par rapport à l'hypothèse d'une prédominance de l'Allemagne. En premier lieu, l'instabilité des équations de demande de monnaie et la difficulté de déceler les liens de causalité lorsque les taux d'intérêt varient de manière plus ou moins simultanée pourraient expliquer la fréquence de résultats contraires à ce que l'on était enclin à supposer, tels que l'existence d'une relation de causalité de type Granger entre la monnaie des petits pays et la monnaie allemande. En deuxième lieu, si la stérilisation par la Bundesbank des flux de réserves en devises s'étale dans le temps, on pourrait en déduire l'existence de liens de causalité inverses entre la base monétaire en Allemagne et la base monétaire dans d'autres pays. Enfin, pendant la période de désinflation, la principale tâche des pays membres à forte inflation a été de converger vers les normes monétaires allemandes, mais pas de reproduire chaque modification du contexte de la politique monétaire allemande.

Si l'on analyse l'évolution des pays membres du MdC sur la base de données concernant les marchés financiers, on est amené à penser que l'amélioration de la

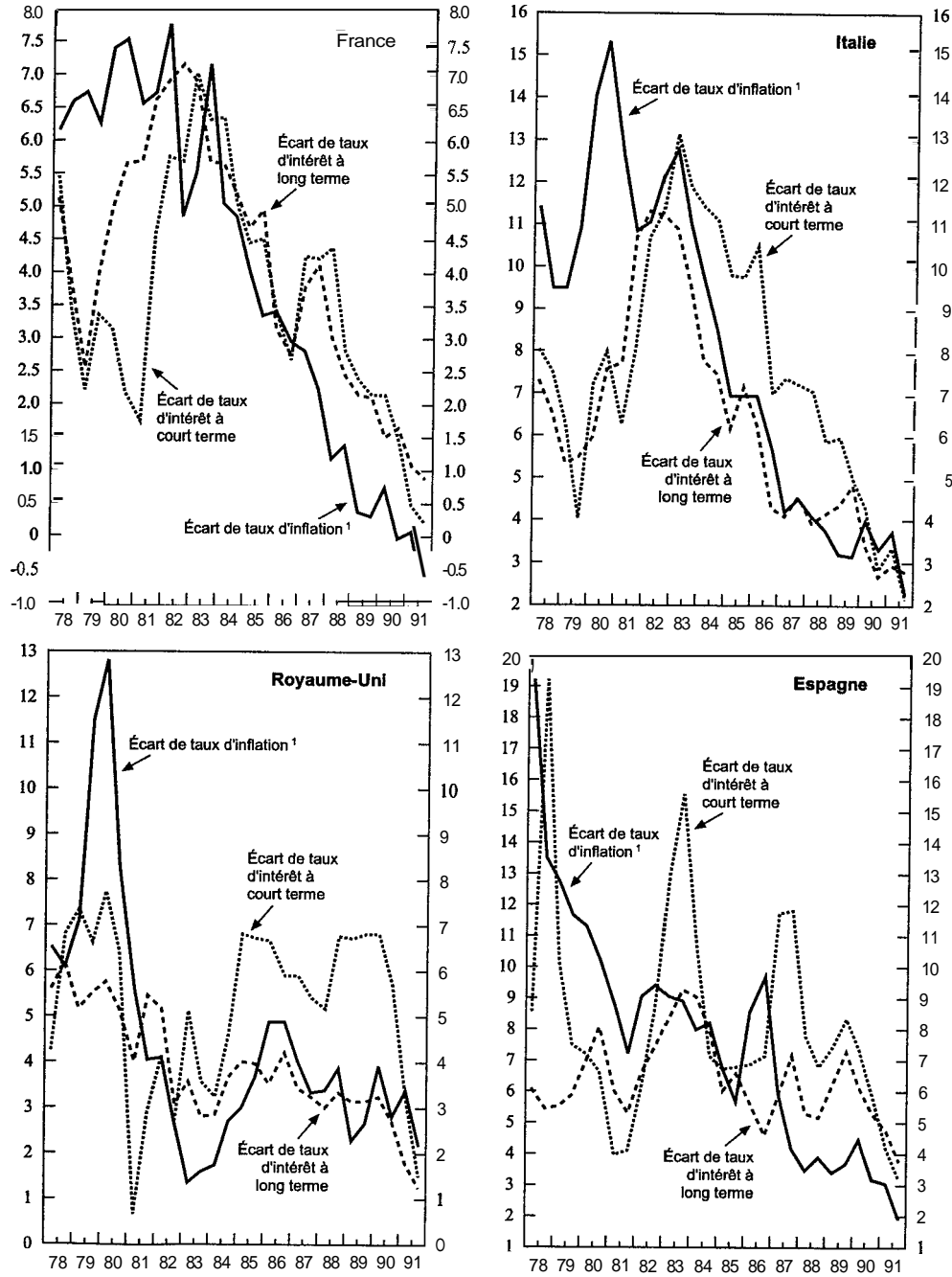
réputation des autorités monétaires en matière de lutte contre l'inflation s'est faite très progressivement, la politique demeurant en permanence restrictive. Les écarts entre les taux d'intérêt à court terme en Allemagne et dans les autres pays membres du mécanisme de change, considérés comme représentant l'évaluation par les marchés financiers des probabilités de réaligement des taux de change à court terme, se sont resserrés progressivement, parallèlement aux résultats effectifs sur le plan de l'inflation (graphique 2). Il ne semble cependant pas que les écarts de taux se soient réduits en prévision d'une contraction des écarts d'inflation. Jusque vers 1983, les écarts de taux d'intérêts ont en fait divergé, à l'exception des Pays-Bas où l'écart de taux est faible depuis 1980. Dans les cas de la France, de l'Italie et de la Belgique, les écarts de taux d'intérêts se sont progressivement réduits depuis 1983, alors qu'au Danemark et en Irlande ils sont restés élevés jusqu'en 1987, année où ils ont commencé à se contracter rapidement. Par ailleurs, après la réaffirmation de l'attachement à l'objectif du taux de change après 1983, et plus encore 1987 (tableau 2), les accès de spéculation sur les marchés de capitaux sont devenus moins fréquents. Ainsi, le rôle des contrôles de change (illustré par le resserrement de l'écart entre les taux d'intérêt sur les marchés intérieurs et les euromarchés) s'est progressivement réduit du fait de leur assouplissement et, pour finir, de leur disparition (graphique 3). Il se peut aussi que, dans la mesure où l'on y a vu un relâchement de la contrainte d'alignement des politiques économiques, la libéralisation des mouvements de capitaux ait contribué à renforcer la confiance dans l'objectif de faible inflation des banques centrales. Même au début de l'existence du MdC, période marquée par de nombreux réalignements, l'infléchissement désinflationniste créé en ne laissant pas les parités compenser entièrement l'appréciation réelle des monnaies des pays à forte inflation (lire italienne et livre irlandaise) (graphique 4) pourrait avoir contribué à renforcer la réputation des autorités en matière de lutte contre l'inflation.

Bien que n'étant pas véritablement concluante, l'analyse des données économétriques relatives au comportement des marchés financiers tend également à renforcer l'impression que la réputation des autorités monétaires s'est améliorée, quand bien même ce ne serait que de manière progressive. Une première série d'études examine la stabilité des équations de taux d'intérêt depuis la création du MdC. A quelques exceptions près, ces équations paraissent stables. Christensen (1987b) constate une rupture structurelle vers la fin de 1982 dans une équation de taux d'intérêt pour le Danemark. Ce résultat est confirmé par Andersen et Risager (1988) qui analysent l'écart de taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne. Giavazzi et Giovannini (1988a) en revanche, étudiant des données concernant la France, l'Italie et le Danemark, concluent que les écarts de taux d'intérêt n'apportent pas la preuve d'une amélioration de la réputation. De même, Meen (1991) constate que les équations de taux d'intérêt à court terme pour la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas et la Belgique sont stables depuis la création du mécanisme de change. Cohen et Wyplosz (1989) notent cependant que si la prime des taux d'intérêt français par rapport aux taux allemands ne s'est que faiblement réduite entre le moment de l'entrée de la France dans le mécanisme de change et le milieu des années 80, elle est devenue liée aux modifications de la politique budgétaire et non pas, comme dans le passé, aux variations du taux d'inflation. Les auteurs y voient la preuve d'une amélioration de la réputation des autorités monétaires françaises.

Une deuxième série d'études, qui estiment la crédibilité des objectifs de taux de change en utilisant directement les techniques bayésiennes de filtrage, font apparaître

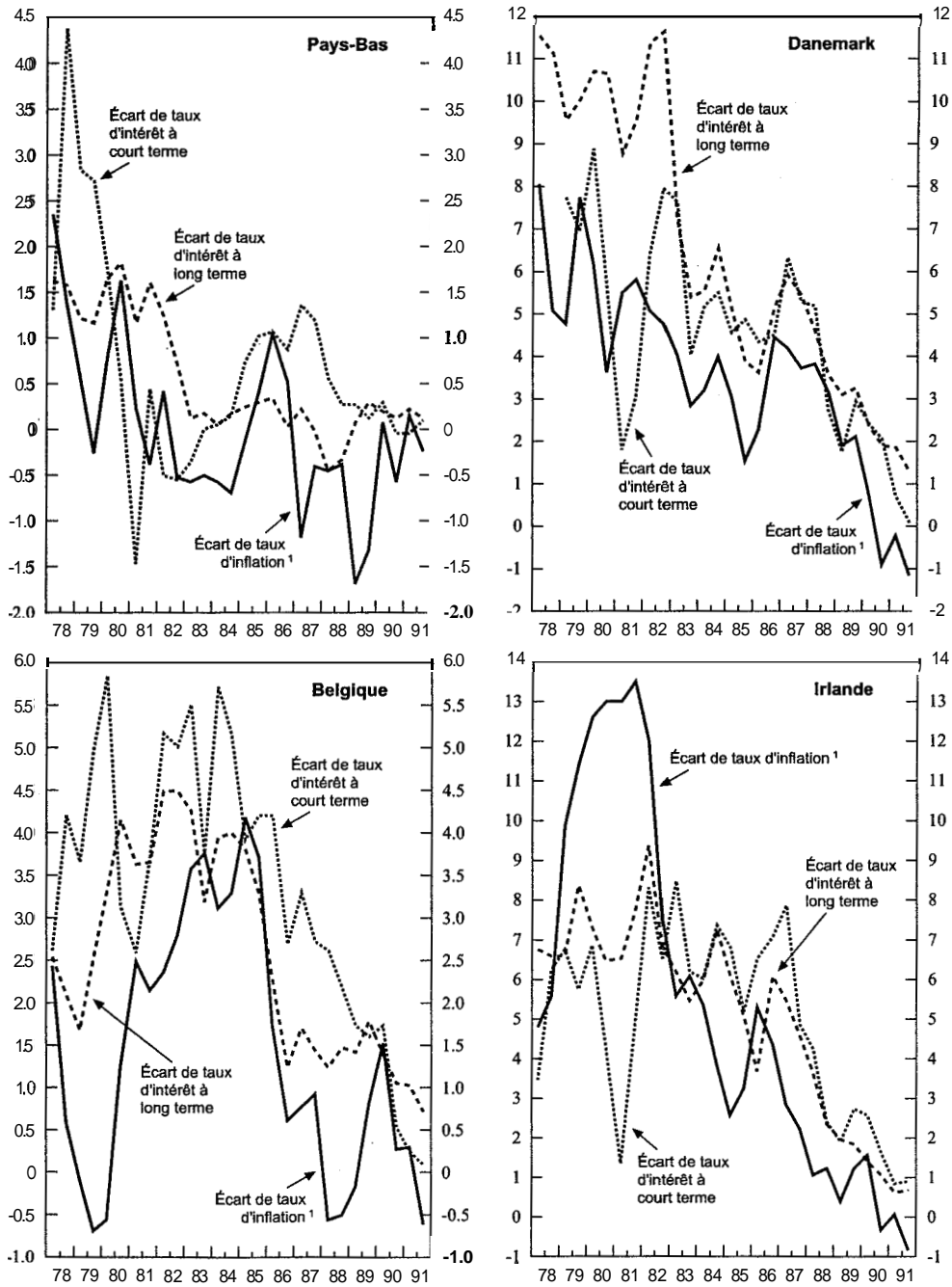


Graphique 2. Inflation et marchés financiers : comparaison avec l'Allemagne



1. Mesuré par l'indice implicite des prix de la consommation privée.

Graphique 2. (suite) inflation et marchés financiers : comparaison avec l'Allemagne



1. Mesuré par l'indice implicite des prix de la consommation privée.  
Source : Secrétariat de l'OCDE.

www.oecd.org/fr/indicateurs/indicateurs-financiers/indicateurs-financiers.htm

**Tableau 2. Variations des taux pivot du mécanisme de change**

Pourcentage de variation des taux pivot

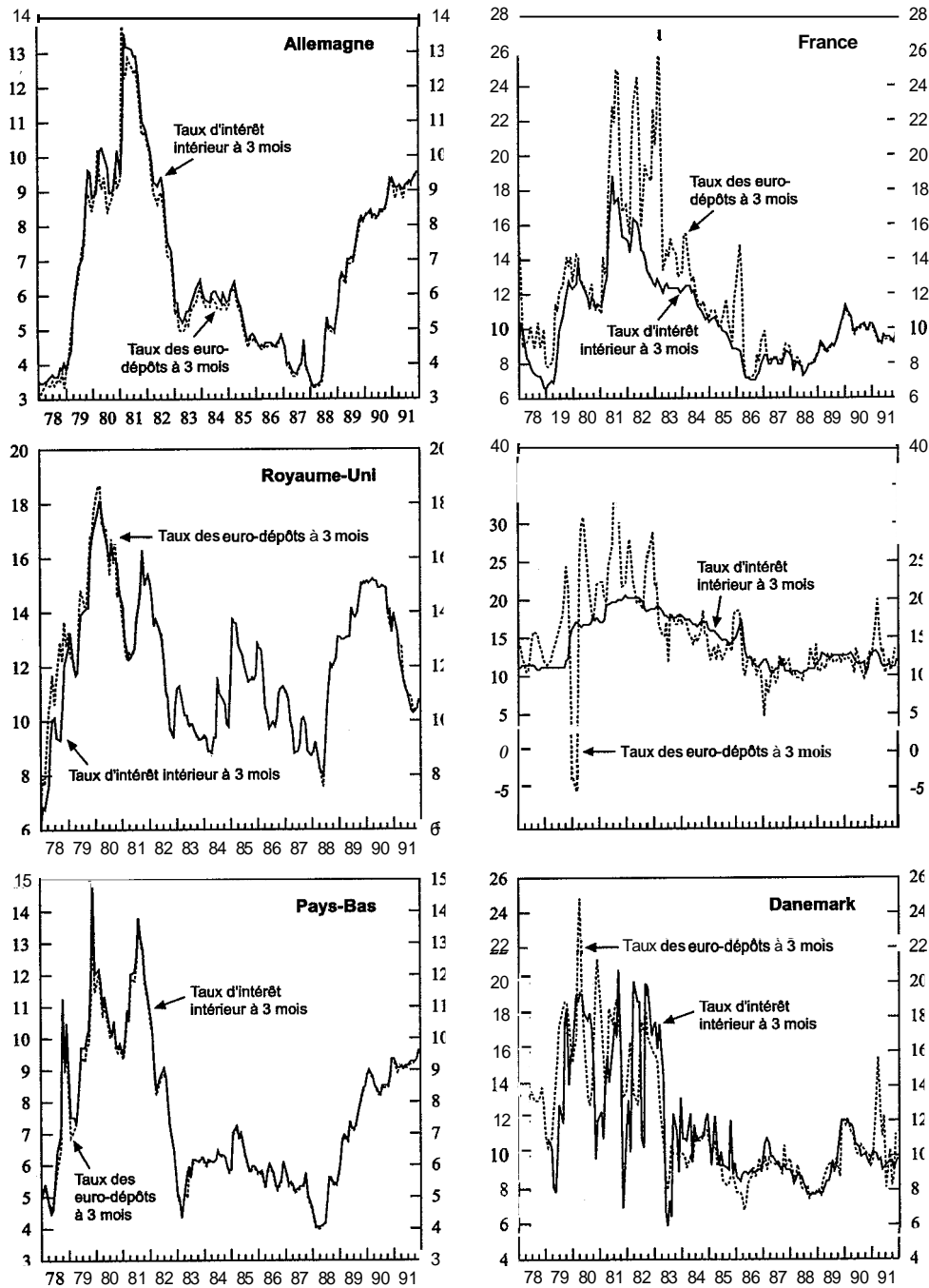
	Dates des réalignements											
	24/9 1979	31/11 1979	2/3 1981	5/10 1981	W 2 1982	14/6 1982	21/3 1983	21/7 1985	7/4 1986	4/8 1986	12/1 1987	1/1 1990
Franc belge					-5.5	+1.5	+2.0	+1.0			+2.0	
Couronne danoise	-2.9	-4.a			-3.0	+2.5	+2.0	+1.0				
Florin néerlandais				+5.5		+4.25	+3.5	+2.0	+3.0			+3.0
Franc français				-3.0		-5.75	-2.5	+2.0	-3.0			
Mark allemand	+2.0			+5.5		+4.25	+5.5	+2.0	+3.0			+3.0
Livre irlandaise							-3.5	+2.0		-8.0		
Lire italienne			-6.0	3.0		-2.75	-2.5	-6.0				-3.7

que les objectifs pourraient être devenus plus crédibles pendant la deuxième moitié des années 80. Ainsi, Weber (1991b) constate que depuis 1983 – ou même plus tard, jusqu'en 1987, selon le pays examiné – la probabilité de réalignements et d'interventions (à la marge) a diminué pour devenir presque nulle, ce qui indique que le mécanisme de change constitue une fourchette d'objectifs crédibles. Weber (1989 et 1990) étudie également la réputation à partir de données concernant les prix. Il constate que la Belgique, le Danemark et l'Irlande ont vu leur réputation s'améliorer depuis leur entrée dans le mécanisme de change, alors que l'inverse s'est produit pour la France et l'Italie. L'Allemagne et les Pays-Bas n'ont, pour leur part, jamais cessé d'avoir une bonne réputation. Weber (1991a) estime cependant que les objectifs sont devenus plus crédibles, mais seulement pour l'Irlande depuis juin 1986 et la France depuis septembre 1987.

### C. Gains de crédibilité sur les marchés du travail

Les études économétriques ne fournissent guère de preuves que les marchés du travail aient enregistré des effets de crédibilité liés au MdC. La plupart des études tendent à déterminer si les équations calculées au moyen de modèles économétriques surestiment la progression des salaires ou des prix pendant la période d'existence du mécanisme de change. A quelques exceptions près, on ne trouve guère d'indications permettant de conclure à des ruptures structurelles liées à l'appartenance au MdC. Ainsi, en ce qui concerne les équations de salaires, Christensen (1987a) ne constate aucune rupture structurelle pour le Danemark, tandis que Barrell et al. (1990) et Barrell (1991) concluent à une situation de stabilité en France, mais à une sensibilité accrue aux variations du chômage en Italie, phénomène qu'ils attribuent à la suppression de la «scala mobile». Poret (1990) arrive à la conclusion opposée, à savoir que des effets de crédibilité pourraient avoir joué dans le cas de la France mais pas dans celui de l'Italie. Dhar (1991) observe une variable muette représentant le mécanisme

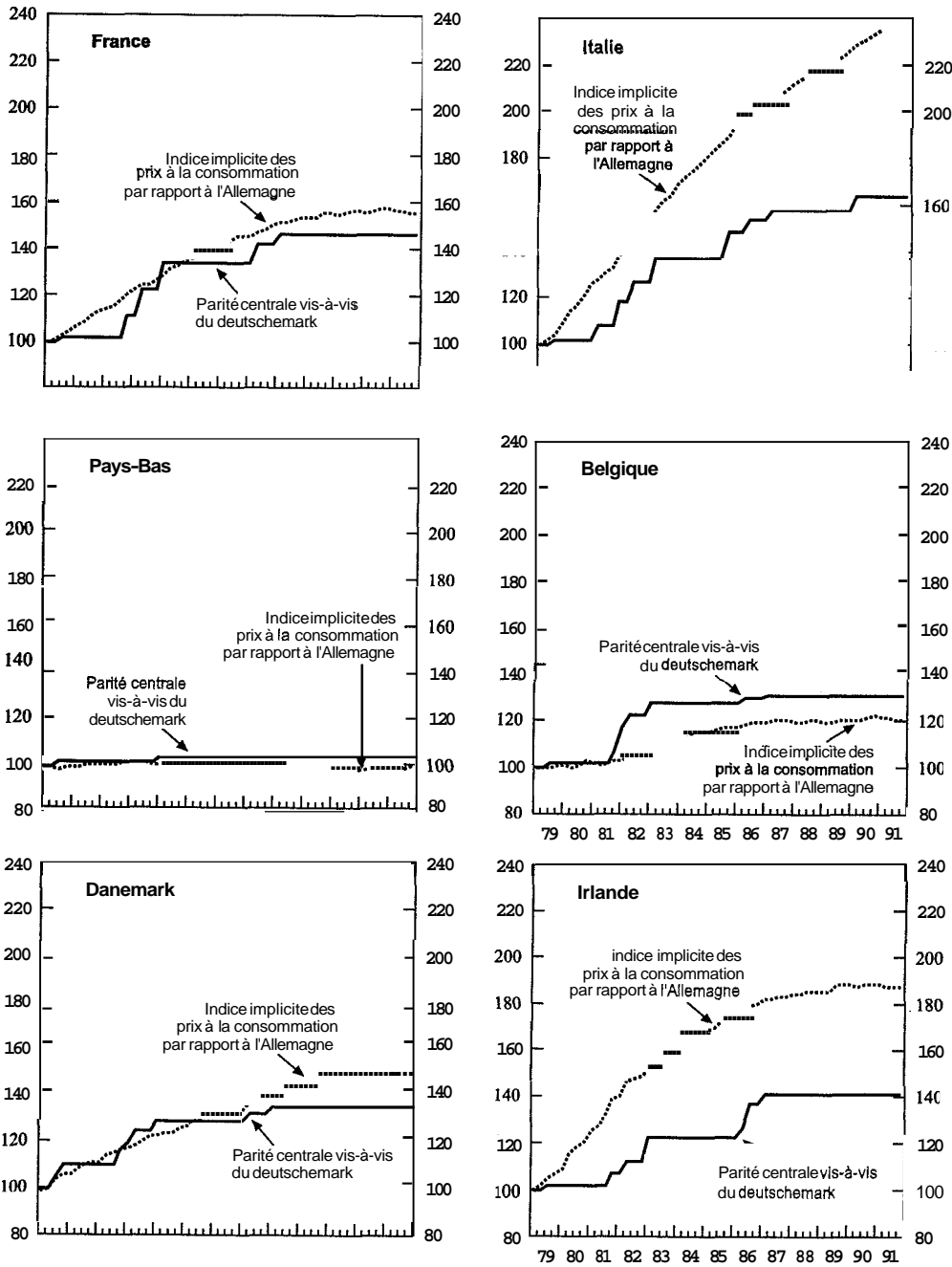
**Graphique 3. Taux d'intérêt sur les marchés intérieurs et les euromarchés**



Source : OCDE, *Statistiques financières*.

Graphique 4. Taux de change et inflation : comparaison avec l'Allemagne

Premier trimestre 1979 = 100



Sources : OCDE, Principaux indicateurs économiques et estimations du Secrétariat.

de change presque significative dans une équation de salaires à l'échelle de l'Europe. En ce qui concerne les équations de prix, Giavazzi et Giovannini (1988a,b) pour la France, l'Italie, le Danemark et l'Irlande (dans la première étude seulement) et Meen (1991) pour la France, l'Italie et les Pays-Bas ne constatent aucun glissement structurel. Giavazzi et Giovannini notent cependant que les équations tendent à surestimer l'inflation un peu après l'adhésion au mécanisme de change. Collins (1988) ne parvient pas à estimer une variable muette « mécanisme de change » significative dans des équations d'inflation à l'échelle de l'OCDE. En revanche, Kremers (1990) constate des effets de crédibilité dans le cas de l'Irlande.

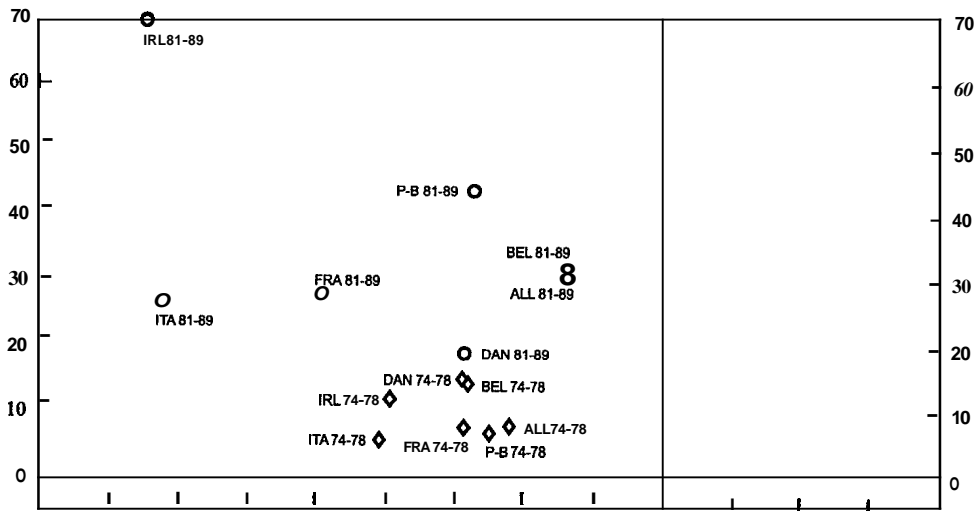
Selon certains auteurs (par exemple Artis et Nachane, 1990, Artis et Ormerod, 1991, et Kremers, 1990), l'inflation allemande serait un bon indicateur précurseur des taux d'inflation des autres pays depuis la création du MdC, ce qui suggère la présence d'effets de crédibilité. Néanmoins, la variable représentant l'inflation allemande pourrait aussi rendre compte des politiques anti-inflationnistes que ces pays suivaient alors : dans le cas des Pays-Bas, l'inflation allemande apparaît généralement significative, même avant l'entrée dans le mécanisme de change.

### III. L'APPARTENANCE AU MÉCANISME DE CHANGE DU SME A-T-ELLE RÉDUIT LE COÛT DE LA DÉSINFLATION ?

Depuis 1987, ainsi que le graphique 1 permet de le constater, les taux de change sont restés très stables au sein du MdC. L'occasion est donc toute trouvée d'examiner les données pour rechercher la preuve de l'existence d'effets de crédibilité. Deux méthodes ont été utilisées à cet effet. En premier lieu, nous avons calculé les taux bruts (« de sacrifice ») pour déterminer si, à première vue, le coût de la désinflation s'est réduit pendant les années 80. En second lieu, on a eu recours à des courbes de Phillips pour vérifier l'existence éventuelle d'une rupture dans le comportement des salaires après 1987, sous l'effet de la stabilité accrue des taux de change. En troisième lieu, des auto-régressions vectorielles ont permis de vérifier de manière atypique si les marchés du travail et des produits ont dégagé des indications de l'évolution future de l'inflation à partir du comportement des marchés financiers ou des écarts de salaires/de prix avec l'Allemagne.

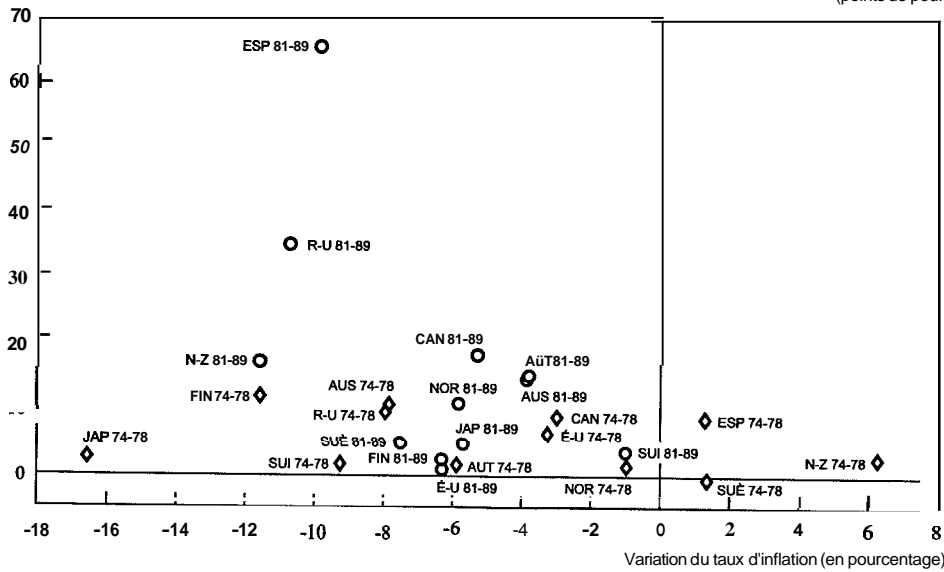
#### A. Taux de sacrifice

On peut apprécier grossièrement les coûts apparents de la désinflation en calculant les « taux de sacrifice ». Il s'agit de mesurer les coûts entraînés par une réduction de l'inflation au cours d'une période donnée en fonction de la production ou de l'emploi perdus au cours de cette même période. Ces calculs font apparaître que, pendant les années 80, la désinflation dans les pays membres du MdC n'a pas été moins coûteuse que dans les périodes antérieures. Il semble même en fait que la désinflation interve-



Hausse cumulée du taux de chômage (points de pourcentage)

Hausse cumulée du taux de chômage (points de pourcentage)



Source : Secrétariat de l'OCDE.

nue dans les pays membres du mécanisme de change entre 1981, date où l'inflation a atteint son point culminant, et 1989, a été un peu plus coûteuse que lors de la phase de désinflation 1974-78, sauf dans le cas du Danemark où la relation ne s'est que légèrement dégradée (graphique 5). C'est notamment le cas de l'Allemagne, de la Belgique et des Pays-Bas qui ont adhéré au mécanisme de change en 1979 avec des taux d'inflation relativement faibles et où la désinflation a été par la suite la plus réduite. Néanmoins, même dans le cas des pays à forte inflation membres du MdC, la sensible progression des taux de chômage pendant la période de désinflation 1981 à 1989 tend à l'emporter sur l'amélioration plus prononcée constatée sur le front de l'inflation. Une nette dégradation du taux de sacrifice entre les deux périodes de désinflation n'est observée que dans la moitié des pays de l'OCDE non membres du mécanisme de change (graphique 5) (le groupe témoin couvre 12 pays mais exclut le Portugal, la Grèce, l'Islande et la Turquie où l'inflation est élevée). Aux États-Unis et en Finlande, le taux de sacrifice s'est en fait amélioré alors qu'il restait pratiquement inchangé au Canada, en Suède et en Norvège. Dans le cas de l'Espagne et de la Nouvelle-Zélande, il est difficile de calculer les coûts de la désinflation, dans la mesure où ces deux pays ont connu simultanément une hausse de l'inflation et une aggravation du chômage entre 1974 et 1978<sup>3</sup>.

Les taux de sacrifice donnent à penser que les effets de crédibilité liés au mécanisme de change n'ont guère été ressentis sur les marchés du travail. Le chômage a cependant été affecté par des perturbations conjoncturelles et structurelles, et il est difficile de dissocier les deux types d'influence. Qui plus est, pendant les années 80, les taux de chômage n'ont pas retrouvé leurs niveaux antérieurs bien que le processus de désinflation se soit interrompu dès 1984 dans les pays non membres du MdC et en 1986 dans les pays membres. Le taux naturel de chômage pourrait donc avoir augmenté dans les deux groupes de pays. Ainsi, les taux de sacrifice réels dans les pays membres du MdC pourraient être plus faibles que le graphique 5 le donne à penser si d'autres facteurs ont fait monter le taux naturel de chômage depuis la création du mécanisme. Nous tenterons ci-dessous de corriger cette éventuelle source de distorsions en prenant en compte les glissements du taux naturel.

## **B. Courbes de Phillipç**

### Spécifications

Des équations de salaires ont été estimées pour la France, l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique, le Danemark et l'Irlande, principaux pays membres du MdC dont on peut considérer qu'ils ont ((emprunté) la crédibilité de la Bundesbank. A quelques légères différences près, les spécifications des équations ont été les mêmes pour tous les pays. La variable représentative des salaires est la progression des salaires et traitements par tête dans le secteur des entreprises, sauf dans les cas de l'Irlande et des Pays-Bas où l'instabilité des données ou leur absence ont conduit à utiliser la rémunération par salarié dans le secteur des entreprises (dans les autres pays, la substitution d'une variable de salaires à l'autre ne modifie pas les résultats de base.).

Pour assurer l'homogénéité de la réponse des salaires à la hausse des prix, la croissance des salaires réels (rapport entre les salaires et traitements nominaux dans le secteur des entreprises et l'indice implicite des prix à la consommation, DRW au tableau 3) a été retenue comme variable dépendante. Les variations contemporaines



Tableau 3. Résultats après 1987 des équations estimées des salaires structurels

Variable dépendante : Variation du salaire réel (sauf pour les Pays-Bas et l'Irlande où la variable dépendante est la modification de la rémunération réelle)

	France	Italie'	Italie?	Pays-Bas	Belgique	Danemark	Irlande
Coefficients de régression							
UNR	-0.33			-0.54	-0.82	-0.27	-0.18
LOG (UNR)		-6.67	-5.38				
DUNR	-1.13	..			-1.183		
DPCPI	-0.24			<b>-0.45</b>	-0.36	-0.91	-0.60
DPCPI (-1)	..			<b>-0.24<sup>3</sup></b>	-0.77		-0.13
DPCPI (-2)	..	-0.30	-0.31	-0.52			
DRW (-1)	..			0.29		0.64	0.65
DRW (-2)	..	0.50	-0.51			-0.18	
EC (-1)	..	..		-0.43		-0.16	
Erreur Type	0.69	1.35	1.36	1.32	1.75	0.95	1.14
Tests F pour :							
Corrélation sérielle	2.09	0.03	0.02	0.26	1.41	1.68	1.56
	(2,21)	(2,19)	(2,19)	(2,19)	(2,20)	(2,22)	(2,18)
Forme fonctionnelle	1.41	0.01	0.01	0.01	0.76	0.86	0.34
	(1,22)	(1,20)	(1,20)	(1,20)	(1,21)	(1,23)	(1,19)
Hétérosédasticité	0.38	0.27	0.21	0.42	0.02	0.09	1.08
	(1,28)	(1,28)	(1,28)	(1,28)	(1,28)	(1,28)	(1,28)
Pouvoir prévisionnel	0.75	2.56	1.18	4.49	0.12	0.38	3.54
	(10,23)	(10,21)	(10,21)	(10,21)	(10,22)	(10,24)	(10,20)
Erreur moyenne de prévision 1987I-1991II	0.25	3.47	1.23	0.14	0.33	0.10	0.41
Erreur quadratique moyenne de prévision	0.63	3.59	1.69	3.01	0.64	0.62	2.23

1. Taux de chômage global.

2. Taux composé calculé sur la base des taux de chômage en Italie septentrionale après 1978.

3. Non significatif à 10 pour cent.

**Note :** Les équations sont estimées sur la base de données semestrielles sur la période allant de 1972I à 1986I. Les variables sont décrites dans le texte et présentées à l'Annexe 1. Dans le cas de l'Irlande, la progression des salaires réels au Royaume-Uni est également significative et est incluse dans l'équation. pour refléter les liens entre les deux marchés du travail. Tous les coefficients sont significatifs au seuil de 5 pour cent, sauf indication contraire. Les degrés de liberté des tests sont indiqués en dessous des coefficients F. Parmi les tests, seul le test de pouvoir prévisionnel pour les Pays-Bas et l'Irlande est significatif.

et retardées de la hausse des prix à la consommation (DPCPI) ont été utilisées comme variables indépendantes, ce qui permet de faire apparaître les décalages entre la hausse des prix et les réactions des salaires tout en préservant l'homogénéité. Les effets décalés sont apparus significatifs dans tous les pays, sauf en France et en Italie. Dans la mesure où les termes décalés de la hausse des prix n'étaient pas significatifs dans ces deux pays, les équations estimées des salaires réels peuvent être considérées comme des équations des salaires nominaux avec des coefficients égaux à l'unité sur la hausse contemporaine des prix. Aucun effet significatif n'a été relevé lorsqu'on a ajouté des termes liés à l'indice implicite des prix de la production du secteur des entreprises.

Des termes de correction d'erreurs (EC), dérivés des conditions de premier ordre de la minimisation des coûts ont été introduits dans les équations de salaires des Pays-Bas et du Danemark, seuls pays pour lesquels ils se sont révélés significatifs<sup>4</sup>. Leur dérivation à partir du comportement adopté par les producteurs pour réduire au minimum les coûts a suggéré de définir le terme de correction d'erreurs par le rapport entre la rémunération totale par salarié et l'indice implicite des prix de la production. Dans le cas de l'Irlande, la progression des salaires réels au Royaume-Uni a été retenue comme variable explicative supplémentaire pour rendre compte de l'étroitesse des liens existant entre les deux marchés du travail. Dans tous les pays, à l'exception du Danemark, il a fallu introduire des variables supplémentaires pour éliminer les problèmes signalés par les tests de diagnostic, du fait essentiellement d'observations aberrantes. Ces variables muettes et leurs coefficients estimés sont présentés à l'Annexe 1. Bien que ces variables muettes aient amélioré les propriétés des résidus sur les plans de la normalité, de l'hétérosédasticité, de la forme fonctionnelle et de l'ajustement sur la première sous-période, elles n'ont pas eu un grand effet sur les coefficients d'intérêt économique, pas plus que sur les projections sur la deuxième sous-période.

### *Résultats*

Le tableau 3 présente les estimations des coefficients et les diagnostics fournis par les équations. Les relations de salaires estimées sur la période 1972-86 soit s'ajustent raisonnablement bien aux données Postérieures à 1986, soit sous-estiment les augmentations effectives des salaires réels. Les sous-estimations sont particulièrement importantes pour l'Italie, et particulièrement faibles pour la France, les Pays-Bas, la Belgique, le Danemark et l'Irlande. Dans quelques pays, l'utilisation de variantes des spécifications retenues s'est traduite par une réduction de l'ampleur moyenne des sous-estimations, mais les tentatives visant à modifier ou enrichir les spécifications n'ont pas modifié l'allure générale des résultats postérieurs à 1987.

Les tests de Fisher classiques de corrélation, d'hétérosédasticité et de forme fonctionnelle auxquels on a procédé n'ont jamais été significatifs. Les vérifications du pouvoir prévisionnel ont été significatives dans le cas de l'Irlande et des Pays-Bas, mais les échecs tiennent à d'importantes erreurs compensatoires, dans la mesure où les erreurs moyennes des projections sur la deuxième sous-période sont relativement faibles dans les deux pays. Les projections pour la deuxième sous-période sont présentées au tableau 4.

Dans le cas de l'Italie, les erreurs de projection sur la deuxième sous-période ont été très importantes bien que le coefficient de Fisher appliqué au test d'erreur de prédiction n'ait pas été significatif. L'ampleur de la sous-estimation pourrait tenir au fait

**Tableau 4. Erreurs de prévision pour la deuxième sous-période des équations de base<sup>1</sup>**

	France	Italie	Pays-Bas	Belgique	Danemark	Irlande?
87-I	-0.60	3.31	0.56	-0.39	0.96	2.51 (1.59)
87-11	0.87	2.10	0.02	0.69	-0.10	1.78 (0.61)
88-I	0.86	5.68	2.97	0.12	-0.22	1.90 (0.66)
88-II	-0.23	3.69	-0.55	-0.49	-0.34	3.52 (-4.84)
89-I	-0.28	2.77	-2.07	0.53	-0.49	1.03 (-0.62)
89-11	-0.20	3.21	-1.71	0.51	-0.02	1.36 (-0.23)
90-I	0.64	3.33	5.05	-0.28	-0.78	-4.10 (-5.95)
90-11	-0.20	2.90	-5.79	0.42	0.73	0.38 (-1.27)
91-I	1.02	3.20	4.05	0.84	1.05	1.76 (0.71)
91-11	0.61	4.45	-1.12	1.31	0.34	1.01 (0.28)

1. Augmentation des salaires effectifs moins taux projetés en pourcentage, données annualisées.

2. Dans le cas de l'Irlande, les erreurs de projection au cours de la deuxième sous-période sur la base du chômage conjoncturel (estimé au moyen d'un filtre de Hodrick-Prescott) figurent entre parenthèses.

Note : Les équations de base sont celles présentées au tableau 3.

que le taux moyen de chômage pendant les années 80 a accentué les pressions sur les salaires. Le fort creusement de l'écart entre le chômage dans le nord de l'Italie et le taux moyen de l'ensemble du pays vient conforter cette hypothèse. Cet écart, qui était resté stable aux alentours de 2 points à la fin des années 70, est passé à 6 ou 7 points entre le milieu et la fin des années 80. Un taux composite a été calculé sur la base du taux de chômage en Italie septentrionale pour voir si effectivement la progression des salaires était principalement due aux conditions du marché du travail dans le nord du pays. Or ce taux ne présente pas la même tendance régulièrement ascendante que le taux de chômage global, mais son utilisation ne supprime pas la sous-estimation.

En France, en Italie et en Irlande, la progression des salaires a été moins accusée que le taux de chômage aurait pu le donner à penser vers 1982-84, comme en témoignent les coefficients négatifs des variables muettes au cours de cette période. On pourrait en déduire que la lente augmentation des salaires reflète les effets de crédibilité hérités des tout débuts du MdC, c'est-à-dire du moment où le mécanisme a commencé à exercer une contrainte sur les politiques nationales. On peut opposer à cette analyse que le respect beaucoup plus strict du mécanisme de change observé par la suite n'a guère eu d'effets apparents, et que d'autres économistes ont généralement considéré que le ralentissement de la progression des salaires pendant cette période tenait principalement aux réformes opérées au plan interne.

#### **Autres indicateurs conjoncturels**

Trois indicateurs du chômage conjoncturel ont été mis au point pour tenir compte de ce que le comportement apparemment stable des salaires pourrait être la résultante des effets opposés de l'augmentation du NAIRU et du renforcement de la crédibilité. Pour représenter le chômage conjoncturel, on a utilisé l'écart du niveau actuel de chômage par rapport à une moyenne mobile sur six semestres du chômage, une estimation de la tendance quadratique ajustée sur le niveau effectif du chômage, et une estimation de la tendance du chômage au moyen d'un filtre de Hodrick-Prescott (HP).

Tableau 5. Incidence de différentes

	France				Italie				Pays-Bas			
	[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]
UNR	-0.33	-0.32	-0.34	-0.28	..	..	..	..	-0.54	-0.53	-0.56	-0.65
DUNR	-1.13	-1.11	-1.12	-0.69 <sup>1</sup>								
LUNR					-6.67	-6.51	-5.94	-4.71	8.39	..		
UNRCYCM			..	-0.59 <sup>1</sup>			..	-0.83 <sup>1</sup>			..	0.25 <sup>1</sup>
UNRCYCTT		..	0.06 <sup>1</sup>	..		..	-0.69 <sup>1</sup>	..		..	0.03 <sup>1</sup>	..
UNRCYCHP	..	-0.06 <sup>1</sup>	..		..	-0.37 <sup>1</sup>	..		..	-0.03 <sup>1</sup>	..	
Erreur de prévision moyenne 871-9111	0.25	..	..	-0.54	3.47	..			0.14	..		

1. Non significatif au seuil de 10 pour cent.

2. Significatif au seuil de 10 pour cent.

Notes : La colonne [1] pour chaque pays reprend les chiffres du tableau 3 pour ce qui est des coefficients estimés du taux de chômage et des erreurs de prévision moyenne pour la deuxième sous-période des équations estimées pour la période de référence, 1972:1 à 1986:1, sauf les équations dans lesquelles figure la variable UNRCYCM pour lesquelles la période de référence commence en 1973:1. A cette spécification de base on a ajouté trois indicateurs du taux de chômage conjoncturel. UNRCYCHP est donné en prenant l'écart du taux de chômage effectif par rapport au taux de chômage filtré selon la méthode de Hodrick-Prescott (paramètre de lissage = 1 000). Son coefficient apparaît à la colonne [2] pour chaque pays. A

mesures du chômage conjoncturel

Belgique				Danemark				Irlande			
[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]
-0.82	-0.70	-0.76	-0.82	-0.24	-0.18	-0.17	-0.30	-0.18	-0.19	-0.16 <sup>2</sup>	-0.07'
-1.18	-1.03'	-1.22'	-1.2								
..	..	..									
			0.04 <sup>1</sup>	..	..		-0.18'				-0.36 <sup>2</sup>
		-0.34 <sup>1</sup>				-0.402				-0.02'	
..	-0.78'				-0.39 <sup>2</sup>				-0.04'		
0.33				0.10	-0.22	-0.21		0.41			-0.90

la colonne [3] figure le coefficient de l'écart du chômage *effectif* par rapport à sa tendance quadratique (UNRCYCTT). A la colonne [4] figure le coefficient de l'écart du chômage effectif par rapport à sa moyenne mobile retardée sur six semestres (UNRCYCM). Lorsque les coefficients des taux de chômage conjoncturel sont assortis du signe correct et significatifs au seuil de 10 pour cent, les erreurs de prévision moyennes hors de la période considérée ont été calculés. Sauf indication contraire, tous les coefficients sont significatifs au seuil de 5 pour cent.

Chacune de ces mesures du chômage conjoncturel a été ajoutée à la spécification présentée ci-dessus. Elles n'ont cependant guère renforcé le pouvoir explicatif de l'équation de salaire en général et les résultats pour la deuxième sous-période n'ont pas été affectés dans la plupart des pays (tableau 5). Ces résultats ont été relativement uniformes dans tous les pays. Le Danemark est le seul pays dans lequel l'utilisation d'un tel filtre renforce le pouvoir explicatif de l'équation de salaires, encore que le taux de chômage mesuré de manière classique soit resté significatif, et les projections concernant les salaires danois pour la deuxième sous-période n'ont pratiquement pas été modifiées. En Irlande, l'indicateur du chômage conjoncturel fondé sur le filtre HP s'est révélé significatif au seuil de 10 pour cent et le taux de chômage classique a perdu son pouvoir significatif lorsqu'on a utilisé simultanément les deux indicateurs. Qui plus est, les projections pour la deuxième sous-période ont été très différentes : lorsque l'on n'utilisait que le taux de chômage classique, l'équation de salaires pour l'Irlande sous-estimait la progression des salaires au cours de la période 1987-91, alors que l'on constatait une surestimation lorsque l'on faisait intervenir la mesure basée sur le filtre HP. Considéré isolément, ce phénomène pourrait conforter ceux qui estiment que l'évolution récente des salaires et du chômage en Irlande est le résultat d'une augmentation du NAIRU *et* d'une plus grande crédibilité. Néanmoins, on le verra plus loin, si l'estimation couvre l'ensemble de la période considérée (1972-91), la mesure classique est plus significative que celle fondée sur le filtre HP.

En France et en Belgique, l'inclusion d'une variable du chômage corrigée de la tendance modifie le signe de l'erreur de projection sur la deuxième sous-période, et remplace une légère sous-estimation par une légère – mais non significative – surestimation. La mesure classique du taux de chômage reste cependant significative, la variable du taux de chômage corrigée de la tendance prenant une partie du pouvoir explicatif de la variation du terme correspondant au taux de chômage. Dans les deux pays, les résultats pour les deux sous-périodes sont moins bons lorsque ces variables sont utilisées comme seuls termes du chômage ou sont simplement associées aux niveaux du taux de chômage (c'est-à-dire lorsque l'on abandonne la variation du taux de chômage). Il ne semble donc guère y avoir lieu de considérer comme économiquement important leur effet sur la prévision pour la deuxième sous-période.

Pour examiner plus avant l'existence éventuelle d'un glissement à la hausse du taux naturel, on a prolongé les estimations de salaires jusqu'en 1991, en incluant à la fois les termes du chômage conjoncturel et du chômage tendanciel pour tenir compte de la tendance ascendante du taux naturel, ainsi qu'une variable indicatrice pour la période 1987-91 afin de saisir les effets de crédibilité accrue. Par rapport aux tests de vérification de pouvoir prévisionnel, la méthode fondée sur les variables muettes permet de saisir des améliorations relativement faibles de la crédibilité si leurs effets entraînent une baisse des revendications de salaires réels, toutes les variables explicatives étant données (comme on pourrait s'y attendre si la crédibilité était une variable omise de la régression).

Outre les trois mesures du chômage conjoncturel analysées plus haut, on a utilisé une quatrième mesure fondée sur la modélisation structurelle du taux naturel mise au point par Layard, Nickell et Jackman (LNJ 1991). La série LNJ du taux naturel et les mesures dérivées du chômage conjoncturel sont fondées sur des données annuelles, et, dans le cas de certains pays, reflètent des définitions différentes du taux de chômage. Par ailleurs, la série LNJ du taux naturel s'achève à la fin de 1988; pour pouvoir procéder à des comparaisons sur une plus longue période, on a extrapolé le taux

naturel de 1988 jusqu'en 1991, et l'on a fait de même pour la mesure du chômage conjoncturel.

Dans aucun des cas, la variable muette postérieure à 1987 n'est apparue négative et significative, même au seuil de 20 pour cent (tableau 6). La valeur absolue a été faible dans la plupart des cas, à l'exception de l'Italie, et elle n'a jamais été affectée du signe erroné. Les termes du chômage conjoncturel mis au point grâce à différentes méthodes de correction de la tendance ont été régulièrement non significatifs au seuil de 20 pour cent sauf dans le cas du Danemark. Dans la plupart des cas, la signification du taux global de chômage n'a pas été affectée. La série du chômage conjoncturel établie à partir des données LNJ a été affectée du signe correct dans les cas de la France et de l'Italie.

Ces résultats infirment l'hypothèse selon laquelle les gains de crédibilité liés aux taux de change fixes à la fin des années 80 auraient entraîné une certaine modération de la progression des salaires au cours de cette période. Il apparaît également que si, pour éliminer la tendance des séries sur l'emploi, on utilise des séries chronologiques au lieu de séries structurelles, on risque d'être induit en erreur sur l'ampleur des pressions que le chômage exerce sur les salaires. Les résultats sont de même assez négatifs pour les mesures conjoncturelles fondées sur les données LNJ, mais cette conclusion est très sujette à caution étant donné les hypothèses extrêmement hardies qui ont été faites pour extrapoler les séries jusque dans les années 90.

Bien que ces équations de salaires n'aient pas pour objet d'expliquer les modifications du taux naturel de chômage pendant les années 80, la stabilité relative des coefficients de taux de chômage donne à croire que l'aggravation du chômage a été plus conjoncturelle qu'on ne le pense généralement. Dans la plupart des pays cependant, soit la variation du taux de chômage, soit un terme de correction d'erreur apparaissent significatifs en plus du niveau de chômage, de sorte que l'incidence de l'augmentation du chômage pourrait être largement, mais pas totalement, transitoire. La thèse selon laquelle ces équations impliquent une plus grande stabilité du taux naturel appelle pour sa part deux réserves. Premièrement, les facteurs qui, outre l'incidence directe des salaires, affectent la détermination des prix affecteront aussi le taux naturel; or ces facteurs ne figurent pas dans le modèle. Deuxièmement, les variables muettes qui impliquent une certaine faiblesse inexpliquée des salaires réels, en particulier au début des années 80, impliquent une certaine baisse temporaire du taux naturel de chômage. Lorsqu'il s'agit néanmoins d'apprécier l'importance relative de l'élément conjoncturel et de l'élément structurel dans l'aggravation du chômage, il est bon de considérer l'évolution passée des salaires réels et de la part des salaires dans la valeur ajoutée (graphique 1). La modification de cette dernière est un bon indicateur des pressions conjoncturelles sur le marché du travail qui indiquent les périodes pendant lesquelles les salaires réels ont augmenté ou diminué par rapport à la productivité. Dans la plupart des pays, les périodes de faible chômage ont coïncidé avec une forte croissance des salaires réels et une augmentation de la part des salaires, l'inverse se produisant en période de chômage élevé. D'autre part, le fort déclin dans les parts des salaires durant les années 80, qui s'est renversé seulement partiellement vers la fin de la reprise conjoncturelle, suggère une longue période de pression cyclique à la baisse sur les salaires.

Tableau 6. Résultats sur l'ensemble de la période considérée

Mesure du chômage	Variable muette après 1987	Coefficients du taux de chômage		Erreur type de l'équation
		Total	Conjoncturel	
France – total seulement	0.31 <sup>1</sup>	-0.34		0.66
UNCYCHP	0.211	-0.32	-0.11 <sup>2</sup>	0.67
UNCYCM <sup>3</sup>	-0.19 <sup>1</sup>	-0.30	-0.37 <sup>2</sup>	0.68
UNCYCTT	0.28 <sup>1</sup>	-0.34	-0.02 <sup>2</sup>	0.67
LNJ	-0.011	-0.23 <sup>1</sup>	-0.30 <sup>2</sup>	0.67
Italie – total seulement	3.40	-6.52 <sup>5</sup>		1.24
UNCYCHP	3.71	-0.79	-0.05 <sup>2</sup>	1.26
UNCYCM <sup>3</sup>	4.24	-0.95	0.36 <sup>2</sup>	1.17
UNCYCTT	3.64	-0.76	-0.16 <sup>2</sup>	1.25
LNJ – total seulement <sup>4</sup>	3.20	-1.18		1.25
LNJ <sup>4</sup>	3.45	0.13 <sup>2</sup>	1.51 <sup>2</sup>	1.25
Pays-Bas – total seulement	0.14 <sup>2</sup>	-0.66		1.96
UNCYCHP	0.38 <sup>2</sup>	-0.73	0.21 <sup>2</sup>	1.98
UNCYCM <sup>3</sup>	0.79 <sup>2</sup>	-0.86	0.36 <sup>2</sup>	1.86
UNCYCTT	0.61 <sup>2</sup>	-0.77	0.21 <sup>2</sup>	1.98
LNJ – total seulement	-0.11 <sup>2</sup>	-0.71		2.02
LNJ	0.37 <sup>2</sup>	-1.17	0.72 <sup>2</sup>	2.03
Belgique – total seulement	0.39 <sup>2</sup>	-0.82		1.51
UNCYCHP	-0.02 <sup>2</sup>	-1.29	0.57 <sup>2</sup>	1.49
UNCYCM <sup>3</sup>	0.45 <sup>2</sup>	-0.82	0.05 <sup>2</sup>	1.54
UNCYCTT	0.16 <sup>2</sup>	-0.77	-0.27 <sup>2</sup>	1.51
LNJ – total seulement <sup>4</sup>	-0.43 <sup>2</sup>	-0.83		1.76
LNJ <sup>4</sup>	1.14 <sup>2</sup>	-2.52	2.33	1.66
Danemark – total seulement	0.06 <sup>2</sup>	-0.24		0.87
UNCYCHP	-0.20 <sup>2</sup>	-0.17	-0.30 <sup>1</sup>	0.86
UNCYCM <sup>3</sup>	0.04 <sup>2</sup>	-0.26	-0.14 <sup>2</sup>	0.85
UNCYCTT	-0.14 <sup>2</sup>	-0.18	-0.22 <sup>2</sup>	0.87
LNJ	0.20 <sup>2</sup>	-0.22	-0.06 <sup>2</sup>	0.88
Irlande – total seulement	0.26 <sup>2</sup>	-0.17		1.57
UNCYCHP	1.12 <sup>2</sup>	-0.28	0.42 <sup>2</sup>	1.54
UNCYCM <sup>3</sup>	0.42 <sup>2</sup>	-0.17	0.05 <sup>1</sup>	1.64
UNCYCTT	0.90 <sup>2</sup>	-0.25	0.23 <sup>2</sup>	1.57
LNJ	0.45 <sup>2</sup>	-0.35 <sup>1</sup>	0.30 <sup>2</sup>	1.58



### C. Auto-régressions vectorielles

Bien que les conclusions de base qui se dégagent des équations de salaire décrites plus haut n'aient pas été modifiées par des changements de la spécification, on reproche généralement aux équations structurelles des salaires d'incorporer *a priori* des restrictions d'identification qui ne sont pas toujours parfaitement fondées. Dans la présente section, on confirmera la solidité des résultats ci-dessus en faisant intervenir des auto-régressions vectorielles qui imposent moins de limitations théoriques aux spécifications ou à la dynamique des modèles mais qui exigent que l'on procède à l'estimation d'un nombre de paramètres beaucoup plus important.

Si l'on a recours à des auto-régressions vectorielles, c'est parce qu'elles offrent une méthode moins restrictive, mais néanmoins formalisée, pour déterminer la mesure dans laquelle les différents marchés ont un comportement prospectif. Dans les modèles classiques faisant intervenir des anticipations évolutives, les salaires seraient déterminés par l'inflation passée considérée comme un indicateur des anticipations inflationnistes ou du rattrapage de l'inflation, par le taux de chômage qui mesurerait les tensions sur le marché du travail et par d'autres variables qui pourraient éventuellement refléter les facteurs structurels. De même, les prix seraient déterminés par les hausses passées des coûts unitaires de main-d'œuvre, un taux de marque conjoncturel et d'autres facteurs. Les taux d'intérêt n'affecteraient ni l'une ni l'autre de ces variables sauf dans la mesure où ils saisiraient les effets conjoncturels de la politique monétaire. Si les marchés financiers formaient leurs anticipations de manière rétroactive, les taux d'intérêt seraient également estimés sur la base de l'inflation passée.

La crédibilité sur les marchés financiers exige que les taux d'intérêt évoluent en prévision de l'inflation future. C'est là une condition nécessaire pour que les effets de crédibilité réduisent les anticipations inflationnistes. L'absence d'effets de crédibilité sur des marchés d'actifs concurrentiels, où les prix sont flexibles, rend improbable l'existence de tels effets sur des marchés plus lents à s'ajuster. Il semble par ailleurs plausible que les marchés financiers aient une vision plus prospective que les marchés du travail et des biens, et ils seront donc les premiers à enregistrer un recul des anticipations inflationnistes, imités seulement plus tard par les marchés du travail et des biens. Nous retiendrons cette hypothèse dans l'analyse qui suit. Du fait du comportement plus prospectif des marchés financiers, les taux d'intérêt devraient contribuer à l'estimation de l'inflation future.

Cinq indicateurs de crédibilité ont été introduits dans les auto-régressions vectorielles pour vérifier si les effets de crédibilité avaient réduit les anticipations inflationnistes sur les marchés du travail et des biens. On a d'abord inclus des variables muettes dans le système de salaires et de prix pour voir si, au cours de la période de stabilité des taux de change, les salaires et les prix avaient été systématiquement sous-estimés. Dans la mesure où la formation des prix et le comportement des salaires se sont écartés des pratiques du passé, le comportement des salaires ou des prix devrait avoir systématiquement tendance à surestimer l'inflation, et les variables indicatrices devraient saisir cette tendance. Quatre variables muettes ont été introduites pour la période **1985-91**, avec des valeurs respectivement de **1** en **1985-86**, **1987**, **1988-89** et **1990-91** et **0** en dehors de ces périodes. La première variable devrait refléter le durcissement initial des parités de taux de change au milieu des années 80; la deuxième, la première année de parités inchangées; les deux dernières, les périodes de parités régulièrement fixes.

Les écarts d'inflation entre les pays membres du mécanisme de change et l'Allemagne ont été également introduits comme variables explicatives dans les équations d'auto-régressions vectorielles, l'idée étant que le comportement des salaires et des prix a pu être affecté par le fait que l'on savait que des taux de change fixes impliquaient en dernier ressort une convergence des taux d'inflation. On a également tenté de voir si les différences cumulées des taux d'inflation, correction faite des variations des taux de change, pouvaient constituer un indicateur de crédibilité, dans la mesure où les agents du secteur privé pourraient s'attendre à ce que des taux de change fixes exercent des pressions à la baisse sur les taux d'inflation des pays où les prix relatifs ont évolué différemment que dans les pays voisins.

Deux indicateurs des marchés financiers, l'écart de taux d'intérêt à long terme entre l'Allemagne et les autres pays du mécanisme de change et la structure des échéances des taux d'intérêt des différents pays, ont été également introduits dans le système prix-salaires. De telles variables des marchés financiers peuvent constituer des variables auxiliaires représentant les anticipations sur les marchés du travail et des biens. Dans la mesure où l'on peut montrer que le comportement effectif des salaires et des prix est affecté par ces variables en présence d'autres déterminants immédiats de l'inflation (tels que les valeurs retardées des salaires, des prix et du chômage), on peut faire valoir que les anticipations des marchés financiers représentent un complément d'informations utilisé par les responsables de la formation des prix et des salaires.

La question générale est de savoir si les indicateurs prospectifs de l'inflation fournissent d'éventuelles informations sur l'évolution future de l'inflation des salaires ou des prix en présence de valeurs retardées de l'inflation des salaires, de l'inflation des prix et du chômage. Les variables retardées représentent les facteurs classiques dont on pourrait penser que l'évolution passée influence la formation des prix et des salaires. Le fait que les indicateurs prospectifs soient significatifs suggère que les marchés du travail et des produits ne fondent pas uniquement leurs décisions sur l'évolution passée.

Les indicateurs prospectifs ont été introduits sous forme de trois variables distinctes couvrant respectivement la période antérieure au mécanisme de change, la première phase d'existence du mécanisme et la période de stabilité des taux de change commencée en 1987. En tenant compte de coefficients distincts pour ces trois périodes, il était possible de vérifier si les anticipations prospectives ont pris une importance accrue à partir de la création du mécanisme de change, notamment au cours de la période où les responsables ont le plus insisté sur le problème de la crédibilité. C'est notamment le cas des indicateurs qui relient le taux d'inflation ou le niveau des prix en Allemagne à ceux des autres membres du mécanisme de change. Outre les indicateurs, on a introduit des variables muettes pour représenter la valeur de la dérive à l'origine, de telle sorte que les coefficients des indicateurs reflètent la covariance du comportement des salaires et des prix par rapport aux indicateurs, et non une dérive des erreurs.

Les résultats concernant la progression des salaires sont illustrés au tableau 7. On a fait tourner les équations, d'une part en imposant l'hypothèse d'homogénéité sur les salaires retardés et les prix et, d'autre part, en l'absence de cette hypothèse. Les chiffres qui figurent sur la première ligne correspondant à chaque pays indiquent le niveau conjoint de signification des coefficients des indicateurs de crédibilité postérieurs à 1987 qui entrent dans chaque équation, c'est-à-dire de la variable muette pour les colonnes 1 à 6, et des indicateurs de crédibilité permanente pour les autres



**Tableau 8. Résultats des auto-régressions vectorielles sur l'inflation des prix**

Seuil de signification des indicateurs de crédibilité sur trois périodes de temps

	A. Pas d'homoénéité					B. Homogénéité				
	Après 1987 variables muettes 0,1 [1]	Écart d'intérêt avec l'Allemagne [2]	Écart d'inflation avec l'Allemagne [3]	Écart d'inflation cumulé avec l'Allemagne [4]	Courbe des rendements intérieurs [5]	Après 1987 variables muettes 0,1 [6]	Écart d'intérêt avec l'Allemagne [7]	Écart d'inflation avec l'Allemagne [8]	Écart d'inflation cumulé avec l'Allemagne [9]	Courbe des rendements avec l'Allemagne [10]
<b>FRANCE</b>	<b>0.13</b>	<b>0.54</b>	<b>0.28</b>	<b>0.19</b>	<b>0.64</b>	<b>0.01</b>	<b>0.37</b>	<b>0.12</b>	<b>0.35</b>	<b>0.66</b>
Après T1 87	<b>(-0.46)<sup>*</sup></b>	<b>0.15</b>	<b>(-0.02)</b>	<b>(0.04)</b>	<b>(0.14)</b>	<b>(-0.04)<sup>*</sup></b>	<b>(0.11)</b>	<b>(-0.03)</b>	<b>(-0.12)</b>	<b>(0.15)</b>
T2 79-T4 86		(-0.09)	(0.16)	(0.09)	(0.07)		(-0.18)	(0.05)	(0.00)	(0.16)
Avant T2 79		(0.15)	(0.00)	(0.03)	(-0.09)		(0.07)	(-0.07)	(-0.06)	(-0.08)
<b>ITALIE</b>	<b>0.13</b>	<b>0.20</b>	<b>0.37</b>	<b>0.44</b>	<b>0.25</b>	<b>0.06</b>	<b>0.27</b>	<b>0.24</b>	<b>0.01</b>	<b>0.24</b>
Après T1 87	<b>(-0.64)<sup>*</sup></b>	<b>(0.14)</b>	<b>(0.31)</b>	<b>(-0.09)</b>	<b>(-0.14)</b>	<b>(-0.16)<sup>*</sup></b>	<b>(0.18)</b>	<b>(0.20)</b>	<b>(-0.00)</b>	<b>(-0.14)</b>
T2 79-T4 86		(-0.14)	(-0.19)	(0.04)	(0.45)		(-0.11)	(0.06)	(-0.11)	(0.38)
Avant T2 79		(-0.10)	(-0.25)	(0.09)	(0.05)		(-0.07)	(-0.06)	(0.01)	(0.15)
<b>PAYS-BAS</b>	<b>0.40</b>	<b>0.77</b>	<b>0.89</b>	<b>0.63</b>	<b>0.76</b>	<b>0.46</b>	<b>0.46</b>	<b>0.89</b>	<b>0.21</b>	<b>0.22</b>
Après T1 87	<b>(-0.34)<sup>*</sup></b>	<b>(0.66)</b>	<b>(-0.29)</b>	<b>(0.18)</b>	<b>(-0.24)</b>	<b>(-0.05)<sup>*</sup></b>	<b>(0.34)</b>	<b>(-0.28)</b>	<b>(-0.03)</b>	<b>(-0.05)</b>
T2 79-T4 86		(-0.80)	(-0.65)	(-0.10)	(-0.07)		(-0.89)	(-0.65)	(-0.75)	(-0.02)
Avant T2 79		(-0.15)	(-0.20)	(-0.35)	(-0.11)		(0.05)	(-0.27)	(-0.03)	(-0.10)
<b>BELGIQUE</b>	<b>0.87</b>	<b>0.30</b>	<b>0.46</b>	<b>0.99</b>	<b>0.36</b>	<b>0.90</b>	<b>0.21</b>	<b>0.65</b>	<b>0.46</b>	<b>0.25</b>
Après T1 87	<b>(-0.82)<sup>*</sup></b>	<b>(0.22)</b>	<b>(-0.17)</b>	<b>(-0.54)</b>	<b>(0.60)</b>	<b>(-0.74)<sup>*</sup></b>	<b>(0.16)</b>	<b>(-0.25)</b>	<b>(-0.07)</b>	<b>(0.19)</b>
T2 79-T4 86		(0.08)	(-0.21)	(0.26)	(-0.34)		(0.11)	(-0.05)	(0.10)	(0.02)
Avant T2 79		(-0.17)	(-0.28)	(-0.46)	(0.25)		(-0.01)	(-0.15)	(-0.20)	(-0.06)
<b>DANEMARK</b>	<b>(0.99)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.02</b>	<b>0.68</b>	<b>0.63</b>	<b>0.78</b>	<b>0.62</b>	<b>0.28</b>	<b>0.06</b>	<b>0.59</b>
Après T1 87	<b>(-2.78)<sup>*</sup></b>	<b>(-0.07)</b>	<b>(-0.01)</b>	<b>(-0.19)</b>	<b>0.27</b>	<b>(-0.73)<sup>*</sup></b>	<b>(-0.20)</b>	<b>(-0.07)</b>	<b>(-0.06)</b>	<b>(0.25)</b>
T2 79-T4 86		(0.36)	(0.23)	(0.10)	(0.20)		(0.04)	(-0.14)	(0.05)	(0.22)
Avant T2 79		(0.44)	(-0.20)	(-0.25)	(n.a.)		(0.19)	(-0.38)	(-0.09)	(n.a.)
<b>IRLANDE</b>	<b>0.02</b>	<b>0.25</b>	<b>0.29</b>	<b>0.06</b>	<b>0.09</b>	<b>0.05</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>	<b>0.17</b>	<b>0.02</b>
Après T1 87	<b>(0.02)</b>	<b>(0.08)</b>	<b>(-0.13)</b>	<b>(-0.04)</b>	<b>(0.03)</b>	<b>(0.81)<sup>*</sup></b>	<b>(-0.09)</b>	<b>(-0.13)</b>	<b>(0.08)</b>	<b>(0.04)</b>
T2 79-T4 86		(-0.19)	(-0.62)	(-0.24)	(0.15)		(-0.30)	(-0.26)	(0.04)	(0.16)
Avant T2 79		(-0.28)	(-0.26)	(0.07)	(-0.60)		(-0.09)	(-0.09)	(-0.03)	(-0.78)

83

1. Valeur moyenne des variables muettes pour 1989-90 et 1990-91. Les autres variables muettes ne présentent pas de signe attendu.

Note: La première ligne (en caractères gras) indique la probabilité, sur la base d'un test F, que le coefficient de l'indicateur de crédibilité postérieur à 1987 (deuxième ligne, en caractères gras) soit sensiblement différent de 0. Les troisième et quatrième lignes indiquent les coefficients des indicateurs de crédibilité avant la création du mécanisme de change et depuis la création du mécanisme jusqu'à la fin de 1986. Lorsque les indicateurs de crédibilité postérieurs à 1987 sont assortis du signe correct et sont significatifs au-delà du seuil de 0,67, ils sont en italiques. Les variables muettes 0 et 1 postérieures à 1987 correspondent à une série de quatre variables muettes qui prennent la valeur de 1 en 1985-86, 1987, 1988-89, 1990-91 et 0 dans les autres périodes. Aucune variable muette préalable à 1987 n'est retenue. L'écart d'intérêt mesure la différence entre les taux à long terme dans les pays considérés et les taux à long terme en Allemagne. L'écart d'inflation est la différence entre la hausse de l'indice des prix à la consommation dans les pays considérés et en Allemagne. La courbe des rendements intérieurs est la différence entre les taux d'intérêt intérieurs à long terme et à court terme. Les trois variables dans chaque série sont accompagnées d'une variable muette qui prend la valeur de 1 pendant la même période que les trois variables muettes. Ainsi, les coefficients estimés indiquent l'incidence marginale d'une modification des trois variables. À l'exception des variables muettes 0,1 postérieures à 1987, on a utilisé jusqu'à trois retards pour les autres variables.

colonnes. Une valeur de 0.99 indique que le coefficient est significatif au seuil de 1 pour cent. Les coefficients des autres indicateurs prospectifs (et non pas de la variable muette qui leur est associée) sont indiqués en-dessous entre parenthèses.

Dans le cas de la France, il ne semble guère qu'un changement significatif se soit produit après 1987. Seule la valeur de 0.1 de la variable muette après 1987 traduit l'existence de certains effets de crédibilité, mais elle est loin d'être significative. Dans le cas de l'Italie et des Pays-Bas, les équations de salaires ne fournissent guère de preuves d'effets de crédibilité après 1987. En ce qui concerne la Belgique et le Danemark, il semble que l'on puisse conclure dans une certaine mesure à l'existence d'effets de crédibilité si l'on en juge d'après les variables muettes, les écarts de taux d'intérêt et les écarts cumulés d'inflation ; néanmoins, les niveaux de signification sont peu élevés par rapport aux chiffres classiques et se réduisent lorsque l'on impose l'hypothèse d'homogénéité. En ce qui concerne l'Irlande, les équations de salaire qui incorporent les écarts de taux d'intérêt confortent la thèse de la crédibilité, mais seulement lorsque l'on n'impose pas l'hypothèse d'homogénéité. Au total, lorsque l'on impose l'homogénéité, les coefficients de la courbe des rendements intérieurs et des écarts cumulés d'inflation portent le signe correct mais sont peu significatifs et leur valeur absolue est faible.

Le même exercice a été fait avec des équations représentant l'inflation des prix (tableau 8). Dans le cas des Pays-Bas, l'écart d'inflation par rapport à l'Allemagne intervient dans les deux sous-périodes postérieures à la création du mécanisme de change, mais il en va également de même pour la période antérieure au mécanisme. Pour la Belgique et le Danemark, la variable muette et les écarts cumulés d'inflation par rapport à l'Allemagne indiquent un certain glissement du comportement de la formation des prix après 1987, mais ce glissement n'est pas confirmé par les autres indicateurs de crédibilité et tend là encore à disparaître lorsque l'on impose l'hypothèse d'homogénéité. Au total, les résultats ne permettent de dégager aucune tendance nette en faveur de l'existence d'effets de crédibilité.

#### IV. CONCLUSION

Face au succès des pays membres du mécanisme de change dans la lutte contre l'inflation, de très nombreux analystes ont tenté de déterminer si, du seul fait de son caractère d'institution, le mécanisme de change avait renforcé la crédibilité du processus de désinflation dans lequel les pays membres s'étaient engagés. Après avoir examiné les fondements analytiques des hypothèses de crédibilité d'une part et les données économétriques d'autre part, nous n'avons guère trouvé d'éléments donnant à penser que la crédibilité de l'action menée dans les pays membres du MdC ait réduit sensiblement les coûts de la désinflation. Certains effets de crédibilité se sont manifestés sur les marchés financiers à partir du moment où les parités de taux de change ont été plus strictement respectées, c'est-à-dire pendant la deuxième moitié des années 80. Mais on ne peut guère conclure à l'existence d'une tendance décroissante

des anticipations inflationnistes qui aurait affecté le comportement des marchés du travail et des biens. En particulier, il serait hasardeux d'affirmer que le respect des bandes de fluctuation du MdC a modifié la relation inverse entre l'inflation et le chômage.

L'absence d'effets de crédibilité ne signifie cependant pas que la réputation anti-inflationniste soit négligeable ou que les pays membres du mécanisme de change n'aient pas réussi à améliorer la réputation de leurs banques centrales. Bien au contraire, la convergence vers la norme allemande a amélioré la réputation des autorités monétaires, comme en témoigne le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne. Il semble cependant que cette amélioration se soit opérée progressivement du fait de la discipline imposée aux autorités par l'appartenance au mécanisme de change. Bien qu'une telle réputation anti-inflationniste soit difficile à faire, elle peut aider à maintenir l'inflation à un faible niveau. En règle générale, les membres du mécanisme de change sont parvenus, en 1990 et 1991, à préserver mieux que les pays non membres les progrès antérieurement réalisés sur le plan de la désinflation.

Bien qu'il soit difficile de déterminer si la lenteur avec laquelle une réputation anti-inflationniste se construit est liée à l'évolution progressive du mécanisme de change lui-même, on peut cependant en conclure que les pays à forte inflation qui envisageraient d'adhérer au mécanisme ne devraient pas fonder leur décision sur les effets escomptés de crédibilité à court terme, mais bien sur les effets à long terme. Les pays désireux de gagner en crédibilité doivent être prêts, et doivent préparer leur opinion, à ne compter que sur la réussite de leur politique anti-inflationniste pour parvenir à ce résultat.

L'absence de preuve manifeste des effets de crédibilité et la médiocrité de la relation entre l'inflation et le chômage dans les pays membres du mécanisme de change dans les années 80 soulignent également la nécessité, pour les pays désireux de réduire l'inflation et d'assurer la stabilité des prix, de mettre en œuvre des mesures propres à renforcer la flexibilité du marché du travail. Alors que les prix des actifs financiers s'ajustent rapidement aux modifications des anticipations des opérateurs qui travaillent dans une optique prospective, les marchés du travail semblent plus souvent se caractériser par des imperfections, des lenteurs d'ajustement, et, de manière générale, un comportement davantage tourné vers le passé. Cette lourdeur implique que les modifications du régime monétaire affectent le comportement du marché du travail après un très long laps de temps et seulement après que le chômage se soit aggravé. En cas de graves imperfections et de sérieuses rigidités sur le marché du travail, la politique anti-inflationniste risque de ne commencer à porter ses fruits que lorsque le chômage aura atteint un niveau tel que les travailleurs sentiront leurs emplois menacés, la conclusion en étant que le chômage peut être élevé même lorsque la politique monétaire est crédible. Par contre, une plus grande flexibilité des marchés du travail réduira les coûts, en termes de chômage, des politiques de désinflation et pourra assurer un surplus de crédibilité qui sinon pourrait manquer, en augmentant les chances que les politiques désinflationnistes seront poursuivies à moyen terme.

## NOTES

1. La présente section s'inspire en partie d'une étude plus détaillée d'Englander sur les travaux consacrés à la crédibilité (1991). D'autres analyses non techniques peuvent être trouvées dans Barro (1985), Blinder (1987) et Fischer (1987). Les études de Blackburn et Christensen (1989), Persson Mccallum (1984) et Rogoff (1987) sont un peu plus techniques. Barro et Mccallum sont les moins critiques, et Blinder le plus critique, pour les études réalisées sur la question.
2. La crédibilité dans le contexte du mécanisme de change du SME a été notamment étudiée dans Economie européenne (1990), Giavazzi et Giovannini (1988a), Giavazzi et Pagano (1988), Goodhart (1990), Vinals (1990), ainsi que par plusieurs des auteurs ayant participé à Giavazzi et al. (1988).
3. La relation inverse entre la désinflation et le chômage pendant les années 80 a été analysée par Giavazzi et Giovannini (1988b), DeGrauwe (1989b,c), Fratianni et von Hagen (1990b), Dhar (1991) et Robertson et Symons (1991). Si les premières études concluent que la relation a été moins favorable dans les pays membres du MdC que dans les autres pays, les deux dernières aboutissent à la conclusion opposée. Les résultats semblent sensibles à l'échantillon retenu de pays non membres du MdC.
4. Les termes de correction d'erreurs ont été définis en prenant le résidu d'une régression du logarithme de la rémunération réelle par salarié sur les logarithmes de la productivité du travail, de la productivité totale des facteurs (ajustés en fonction de la part des salaires) et d'un terme constant. Les équations ont été estimées sur la période 1971-111991-11. Aucune restriction n'a été imposée sur les coefficients si ce n'est qu'ils devaient être assortis du signe correct.
5. Voir Layard et al. (1991). Les données ont été aimablement communiquées par Stephen Nickell.

### Annexe I. Variables muettes incluses dans les équations de salaires

	Variable	Description	Coefficient
France	D7377	Valeur de 1 en 19731 et 197511, -1 en 19741 et 197710 autrement	2.39
	D7981	Valeur de 1 de 19791 à 19811, 0 autrement	-1.44
	D8284	Valeur de 1 de 198211 à 19841, 0 autrement	-2.21
Italie2	DDD	Valeur de 1 en 197911, 19721, 197311, 19751, 197611, 197911 et -0.5 dans chacun des deux semestres suivants, 0 autrement	7.18
	D73H1	Valeur de 1 en 19731, 0 autrement	7.44
	D74H2	Valeur de 1 en 197411, 0 autrement	-3.70
	D7778	Valeur de 1 en 197711, -1 en 1978, 0 autrement	4.70
	D8183	Valeur de 1 de 198211 à 198311, 0 autrement	-3.92
Belgique	D76H1	Valeur de 1 en 19761, 0 autrement	-4.64
	D7778	Valeur de 1 de 19771 à 197811, 0 autrement	-1.60 <sup>1</sup>
	D84H1	Valeur de 1 en 19841, 0 autrement	-3.98
Irlande	D73	Valeur de 1 en 19731, -1 en 197311, 0 autrement	2.59
	D76H1	Valeur de 1 en 19761, 0 autrement	-7.57
	D8081	Valeur de 1 de 19801 à 198111, 0 autrement	-2.85
	D8386	Valeur de -0.4 de 19831 à 19851, 1 de 198511 à 19861, 0 autrement	-2.33
Pays-Bas	D7273	Valeur de 1 en 19731, -1 en 19721, 197211, 197311, 0 autrement	4.12
	D75	Valeur de 1 en 19751, -1 en 197511, 0 autrement	4.17

1. Non significatif au seuil de 10 pour cent.

2. Les coefficients sont ceux de l'équation faite à partir du taux de chômage global.

Note : Tous les coefficients sont significatifs au seuil de 5 pour cent sauf indication contraire.



## BIBLIOGRAPHIE

- Andersen, Torben M. et Ole Risager (1988), ((Stabilisation policies, credibility, and interest rate determination in a **small** open economy », *European Economic Review*, n° 32.
- Artis, Michael J. et Dilip Nachane (1990), « Wages and prices in Europe : a test of the German leadership hypothesis », *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bind 126, Hefi 1.
- Artis, Michael J. et Paul Ormerod (1991), « Is there an 'EMS effect' in European labour markets? », document présenté au ((London School of Economics workshop » sur le MdC à Londres (10 mai 1991).
- Barrell, Ray (1991), ((Structural change in European wage and price systems : a study of France and Italy », document présenté au ((London School of Economics workshop » sur le MdC à Londres (10 mai 1991).
- Barrell, Ray, Julia Darby et Colin Donaldson (1990), ((Structural stability in European wage and price systems », *NIESR Discussion Paper* n° 188.
- Barro, Robert J. (1985), « Recent developments in the theory of rules versus discretion », *The Economic Journal*, vol. 95, supplément, pp. 23-37.
- Barro, Robert et David B. Gordon (1983), « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n° 1 (juillet), pp. 101-21.
- Bini Smaghi, L. et Stefano Micossi (1989), « Managing exchange rates in the EMS with free capital », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n° 171 (décembre).
- Blackburn, Keith et Michael Christensen (1989), « Monetary policy and policy credibility : theories and evidence », *Journal of Economic Literature* vol. XXVII (mars).
- Blanchard, Olivier J. et Stanley Fischer (1989), *Lectures in Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge.
- Blinder, Allan S. (1987), « The rules versus discretion debate in the light of recent experience », *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 123, Heft 3, pp. 399-414.
- Christensen, Michael (1987a), « Disinflation, credibility and price inertia : a Danish exposition », *Applied Economics* n° 19.
- Christensen, Michael (1987b), « On interest rate determination, testing for policy credibility, and the relevance of the Lucas critique : some Danish experiences », *European Journal of Political Economy*, vol. 3, n° 3.
- Cohen, Daniel et Charles Wyplosz (1989), « The European Monetary Union : an agnostic evaluation », *CEPR Discussion Paper* n° 306.
- Collins, Susan M. (1988), ((Inflation and the European Monetary System », in F. Giavazzi et al. (dir. pub.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- DeGrauwe, Paul (1989a), « Is the European Monetary System a DM-zone? », *CEPR Discussion Paper* n° 297.
- DeGrauwe, Paul (1989b), « Disinflation in the EMS and non-EMS countries. What have we learned? », *Empirica - Austrian Economic Papers*, vol. 16, n° 2.
- DeGrauwe, Paul (1989c), « The cost of disinflation in the European Monetary System », *CEPR Discussion Paper* n° 326.
- Dhar, S. (1991). « Wages, inflation and EMS membership », document présenté au ((London School of Economics workshop » sur le MdC à Londres (10 mai 1991).
- Englander, A. Steven (1991), ((Optimal monetary policy design : rules versus discretion yet again », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* (hiver).

- European Economy (1990), *One Market, One Money*, n° 44 (octobre).
- Federal Reserve Bank of New York (1990), *Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy : A Critical Survey*, New York.
- Fischer, Stanley (1987). « Rules versus discretion in monetary policy, » NBER Working Paper n° 2518.
- Fratianni, Michele et Jürgen von Hagen (1990a), « German dominance in the EMS : the empirical evidence », *Open Economics Review*, n° 1.
- Fratianni, Michele et Jürgen von Hagen (1990b), « The European Monetary System ten years after », dans C. Plosser et A.H. Meltzer (dir. pub.) *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 32 (printemps).
- Giavaui, Francesco et Alberto Giovannini (1986), « The EMS and the dollar », *Economic Policy*, vol. 2 (avril).
- Giavaui, Francesco et Alberto Giovannini (1988a), « Can the European Monetary System be copied outside Europe? Lessons from ten years of monetary policy coordination in Europe », NBER Working Paper n° 2786 (décembre).
- Giavaui, Francesco et Alberto Giovannini (1988b), « The role of the exchange-rate regime in a disinflation : empirical evidence on the European Monetary System », dans F. Giavaui et al. (dir. pub.), *The European Monetary System*.
- Giavazzi, Francesco et Alberto Giovannini (1989), *Limiting Exchange-Rate Flexibility*, MIT Press, Cambridge Mass.
- Giavaui, Francesco; Stefano Micossi et Marcus Miller (dir. pub.) (1988), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- Giavaui, Francesco et Marco Pagano (1988), « The advantage of tying one's hands – EMS discipline and central bank credibility », *European Economic Review*, n° 32.
- Giovannini, Alberto (1988). « How do fixed-exchange-rate regimes work : the evidence from the gold standard, Bretton Woods and the EMS », NBER Working Paper n° 2766 (novembre).
- Goodhart, Charles (1990), « Economists' perspectives on the EMS – a review essay », *Journal of Monetary Economics*, n° 26.
- Kremers, Jeroen (1990), « Gaining credibility for a disinflation – Ireland's experience in the EMS », *IMF staff Papers*, vol. 37, n° 1 (mars).
- Layard, Richard, Stephen Nickell et Richard Jackman (1991), *Unemployment – Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press.
- MacDonald, Ronald et Mark P. Taylor (1990), « Exchange rates, policy convergence and the European Monetary System », CEPR Discussion Paper, n° 444.
- Mastropasqua, Cristina, Stefano Micossi et Roberto Rinaldi (1988), « Intervention, sterilization and monetary policy in European Monetary System Countries 1979-87 », dans F. Giavaui et al. (dir. pub.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- McCallum, Bennett T. (1984), « Credibility and monetary policy », dans *Price Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 105-128.
- Meen, Geoffrey P. (1991), « (Convergence, divergence and stability in the European economies », document présenté à la Conférence « SPES » à Paris (juin).
- Persson, Torsten (1988), « Credibility of macroeconomic policy : an introduction and a broad survey, » *European Economic Review*, vol. 32, pp. 519-532.
- Poret, Pierre (1990), « The 'puzzle' of wage moderation in the 1980s », *OECD ESD Working Papers*, n° 87 (novembre).
- Robertson, D. et J. Symons (1991), « (Output, inflation and the ERM », *Centre for Economic Performance Discussion Paper* n° 43 (juillet).
- Rogoff, Kenneth (1985), « The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n° 4 (1985), pp. 1169-1190.
- Rogoff, Kenneth (1987), « Reputational constraints on monetary policy », dans *Bubbles and Other Essays*, Karl Brunner and Allan Meltzer (dir. pub.), *Carnegie-Rochester Conference Series*, vol. 26.
- Russo, Massimo et Giuseppe Tullio (1988), « Monetary policy coordination within the European Monetary System : is there a rule? », *IMF Occasional Papers*, n° 61.

- Vinals, José (1990). «The EMS, Spain and macroeconomic policy», CEPR Discussion Paper n° 389.
- Von Hagen, Jürgen et Michele Fratianni (1990), « German dominance in the EMS : evidence from interest rates», Journal of International Money and Finance, n° 9.
- Weber, Axel A. (1989), « The role of policy-makers' reputation in the EMS disinflation : an empirical evaluation », version révisée de Center of Economic Research Discussion Paper, n° 8803, Tilburg University.
- Weber, Axel A. (1990), « EMU and asymmetries and adjustment problems in the EMS : some empirical evidence », CEPR Discussion Paper n° 448.
- Weber, Axel A. (1991a), « EMS credibility », Economic Policy, n° 12 (avril).
- Weber, Axel A. (1991b), « Stochastic process switching and intervention in exchange rate target zones : empirical evidence from the EMS », CEPR Discussion Paper, n° 554 (juillet).