

LES MARCHÉS FINANCIERS ET L'EMPLOI

HANS TIETMEYER *

(...)

Si j'ai choisi, pour ma leçon inaugurale, le thème « Marchés financiers et emploi » c'est que, d'une part, l'emploi est devenu, chez nous comme dans presque tous les pays industrialisés d'Europe, le principal défi de notre époque et que, d'autre part, l'on impute bien souvent à ce que l'on désigne par « marchés financiers » une part au moins de responsabilité, directe ou indirecte, dans les problèmes de l'emploi.

*L'importance des marchés financiers pour la croissance et l'emploi*¹

Relation entre capital et travail

Pour aborder la question de la relation entre les marchés financiers et des capitaux d'un côté et la croissance économique et l'emploi de l'autre, il convient tout d'abord de rappeler la relation fondamentale qui existe entre le capital (réel) et le travail.

Contrairement à Karl Marx et à ses épigones d'hier et d'aujourd'hui, la plupart des économistes sont maintenant unanimes à considérer le travail et le capital non pas comme des facteurs antinomiques, mais complémentaires, servant à accroître la prospérité générale. Seule la combinaison efficace du capital et du travail (ou encore de la terre), qui sont par nature des facteurs de production rares, permet de produire plus et mieux et d'atténuer ainsi la constante pénurie de biens et de services².

31

* Président de la Banque fédérale allemande (Deutsche Bundesbank).

Ndlr : le 4 juillet 1996, H. Tietmeyer prononçait son premier cours à la faculté de sciences économiques de l'Université Martin Luther de Halle-Wittenberg qui l'avait nommé professeur honoraire. Le texte de cette première leçon a été publié dans la revue de presse de la Banque fédérale (Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, n° 43, 5 juillet 1996). C'est la traduction de ce document que nous publions en remerciant l'auteur qui nous y a autorisé.

Ndt : L'auteur utilise à plusieurs reprises dans son texte des expressions ou des références en anglais. Elles n'ont pas été traduites.

1. On trouvera un bon aperçu de toute une série de questions abordées ici - concernant aussi les pays en développement - dans le Rapport sur le développement mondial 1989 : Systèmes financiers et développement - Banque Mondiale, Washington, 1989.

2. Qu'il soit ici expressément remarqué que le fait de traiter le travail comme facteur de production est un artifice méthodologique employé en sciences économiques et dont on ne saurait se passer pour analyser certaines réalités économiques. Mais cela ne saurait signifier que l'on réduit d'une façon générale le travail humain à cette dimension.

Les investissements en biens d'équipement et en formation servent — d'un point de vue économique — à élargir les capacités de production.

Les investissements se font tout d'abord au détriment de la consommation immédiate. L'objectif final de toute épargne et de tout investissement est naturellement la consommation future. Aussi la formation de capital est-elle, selon Böhm-Bawerk, une façon indirecte de produire présentant l'avantage d'accroître la rentabilité mais l'inconvénient de retarder la mise à disposition des biens de consommation³.

Or, une accumulation suffisante du capital est importante non seulement pour le rendement de la production, mais également pour l'emploi. L'investissement supplémentaire est créateur d'emploi à deux titres : d'une part, il accroît la demande de biens d'équipement adressée à l'industrie, d'autre part, le secteur qui procède à l'investissement peut créer de nouveaux emplois, ou sauvegarder des emplois face à la concurrence. De plus, les investissements accroissent la productivité du travail en général et autorisent donc un relèvement durable des salaires réels, sans destruction d'emplois.

Dans une économie, les niveaux de croissance et d'emploi sont à long terme d'autant plus élevés que l'on trouve pour le capital et le travail, l'utilisation économiquement la plus rentable. La meilleure façon d'y parvenir, c'est, l'expérience le prouve, de mettre à profit la fonction de régulation du marché. Et ici déjà, il nous faut mentionner le lien qui existe entre les marchés. L'efficacité des marchés des capitaux peut vite se heurter aux déficiences du marché de l'emploi. C'est ce dont on fait l'expérience actuellement dans le cadre de l'internationalisation croissante de l'allocation du capital.

32

La fonction d'allocation des marchés financiers

L'importance des marchés financiers pour l'allocation du capital vient de la dimension monétaire de l'épargne et de l'investissement. D'un côté, le fait de ne pas consommer se traduit surtout par une formation d'épargne financière. De l'autre côté, des moyens de financement sont demandés par les investisseurs potentiels pour des investissements réels. La tâche des marchés financiers est donc tout d'abord d'aiguiller les soldes de financement des agents économiques enregistrant des excédents, vers les agents économiques faisant état de déficits.

Les investisseurs (demandeurs de capital) et les épargnants (bailleurs de fonds) ont en règle générale des préférences divergentes pour ce qui concerne la durée, la quotité et le risque. Le marché des capitaux exerce

3. Cf. Eugen von Böhm-Bawerk ; *Kapital und Kapitalzins ; Zweite Abteilung : Positive Theorie des Kapitals*, 4. Auflage, Jena, 1921 (*Capital et rémunération du capital ; deuxième partie ; théorie positive du capital ; 4^e édition ; Jena 1921*).

donc des fonctions de transformation. En premier lieu, la transformation des maturités : l'emprunteur ou demandeur de capitaux propres peut emprunter à long terme. Mais l'épargnant individuel n'est pas obligé de s'abstenir aussi longtemps de consommer. Deuxièmement, le fractionnement des émissions d'obligations ou d'actions permet la transformation de la quotité : un grand nombre d'investisseurs réunis peuvent fournir un montant élevé de capital. Enfin, le marché des capitaux assure la transformation des risques : par la diversification de son portefeuille et à l'aide de stratégies de couverture, l'investisseur peut prendre une position de risque affranchie du risque lié à un projet individuel.

Ces fonctions de transformation sont souvent assumées non pas par les marchés boursiers eux-mêmes, mais par des intermédiaires financiers — comme les banques et autres collecteurs de fonds. Grâce à leur savoir spécifique, ils peuvent aider les investisseurs et les emprunteurs à réduire les coûts d'information et de transaction.

Les conditions du bon fonctionnement des marchés financiers

Le bon fonctionnement à long terme des marchés financiers dépend de toute une série de facteurs dont les principaux sont un cadre institutionnel adéquat, un système de contrôle suffisant et un environnement macroéconomique le plus stable possible.

L'expérience prouve que, sur les marchés financiers comme ailleurs, la concurrence ne fonctionne pas durablement sans un minimum d'encadrement législatif. Aussi, le premier objectif de la politique, en matière de régulation des marchés financiers, sera-t-il de veiller à leur assurer un cadre réglementaire adapté. Il s'agit par exemple de garantir la liberté d'accès au marché et d'empêcher toute action visant à restreindre la concurrence. De plus, pour qu'un marché financier soit efficace, il faut que les agents économiques aient confiance dans la solidité du système financier. Cela requiert un minimum de règles assurant la confiance — comme des normes minimales d'information et de publicité —, qui doivent être respectées, et que les droits des créanciers ainsi que l'application des contrats soient garantis par des dispositions correspondantes.

A mon avis, un certain degré de contrôle étatique ou collectif des institutions et marchés du secteur financier est également indispensable pour empêcher — au moins en grande partie — que dans un secteur aussi complexe des agissements illicites, comme les délits d'initiés, ou encore des pratiques qui pourraient, dans des cas extrêmes, ébranler la stabilité de l'ensemble du système ne soient possibles. La protection des épargnants assurée par une réglementation et un contrôle publics satisfait au principe de l'Etat social dans la mesure où les principales victimes des faillites bancaires sont bien souvent les petits épargnants et que

ceux-ci n'ont pas les moyens de se protéger. Toutefois, les mesures que l'Etat doit prendre à l'égard des acteurs économiques, pour rendre le système financier moins vulnérable ou empêcher les abus, doivent être aussi neutres que possible au regard de la concurrence. Aussi les formes indirectes d'intervention, comme dans le secteur bancaire, l'obligation qui est faite de garantir certaines opérations par des capitaux propres en fonction des risques qu'elles présentent ⁴ et les directives en matière de transparence, sont en général préférables aux obligations et interdictions directes ⁵. Autrement, le carcan réglementaire se ferait très vite trop étroit, faisant obstacle à l'initiative privée, empêchant la responsabilité individuelle de jouer et affaiblissant inutilement l'efficacité du marché ⁶.

Par ailleurs, le bon fonctionnement des marchés financiers dépend surtout de la stabilité de l'environnement macroéconomique, et, en l'occurrence, en particulier de celle du niveau des prix. Des taux d'inflation élevés et fluctuants découragent surtout les placements à long terme, pas seulement du petit épargnant, mais également des intermédiaires financiers. Le marché des emprunts à long terme se tarit alors peu à peu. L'incertitude croissante en matière de financement fait qu'il est de plus en plus difficile de réaliser des projections dans le domaine de l'économie réelle. Les projets d'investissement qui auraient été rentables avec un taux d'inflation inférieur sont abandonnés. Les conséquences d'une évolution inflationniste sont donc un ralentissement de la croissance et une montée du chômage.

Voilà pour les principes.

4. Les opérations des marchés financiers sont exposées à différentes sortes de risques, dont les principaux sont le risque de défaillance de l'emprunteur, c'est-à-dire le risque que les intérêts et le principal ne soient pas remboursés, et le risque-prix, c'est-à-dire le risque de pertes par suite de fluctuations de taux d'intérêts ou de taux de change.

5. De telles méthodes indirectes de réduction des risques atténuent également le problème du « Moral hazard » qui est lié à la multiplication des mécanismes de prévention des crises, comme les systèmes de garantie des dépôts, lorsque le filet de sécurité installé par l'Etat incite les acteurs économiques à prendre plus de risques.

6. En dépit de la forte internationalisation des marchés financiers, le contrôle de ces derniers est encore assuré dans une très large mesure à l'échelle nationale. Le Groupe des Dix (banques centrales) a toutefois établi dès le début des années quatre-vingt un catalogue de recommandations, qui a déjà fait l'objet de maintes révisions et qui sert aujourd'hui d'orientation commune à toutes les règles nationales de contrôle (« Accord de Bâle ») ; cf. à ce sujet *Report on International Developments in Banking Supervision, Report Number 6, Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, Bank for International Settlements, Basle, September 1988.*

Quelques constats empiriques

Evolution des marchés financiers

Dans le monde entier, les marchés financiers nationaux et internationaux ont subi au cours des deux dernières décennies des mutations structurelles profondes, marquées par l'émergence de nouveaux instruments financiers et segments de marché, par l'interconnexion croissante des marchés financiers nationaux entre eux, et avec les marchés internationaux, ainsi que par l'internationalisation de l'activité de production de services financiers qui en résulte.

Une des raisons principales de l'internationalisation croissante des marchés a été l'apparition de besoins de financement qui ne pouvaient plus être couverts par les ressources financières nationales, ainsi que d'excédents d'épargne qui ne pouvaient trouver d'emploi sur leur propre marché. Une première « vague » de déséquilibres de ce genre a suivi les fortes hausses des prix pétroliers des années 1973/1974 et 1979/1980. Les pays devant importer du pétrole furent contraints, pour certains, de contracter des emprunts à l'étranger alors que les exportateurs de pétrole étaient en quête pour leurs profits considérables de placements dans le monde entier. A cela s'ajouta le fait que bien des pays en voie de développement cherchèrent à faire progresser de toute force leur développement économique en augmentant progressivement les importations de capitaux et en accroissant fortement leur dette extérieure. Les obstacles à la liberté de circulation des capitaux, qui étaient encore nombreux à l'époque, ont favorisé, qui plus est, le développement de marchés spécialisés sur quelques monnaies, hors de leur propre zone monétaire. Une deuxième « vague » de besoin de financement externe est apparue au milieu des années quatre-vingts, lorsque de nombreux pays, notamment industrialisés, ont encore fortement accru leur endettement, qui était déjà important, en laissant filer les déficits budgétaires et les systèmes sociaux. Le besoin de financer les déficits publics par des capitaux importés a encore renforcé l'interpénétration des marchés financiers nationaux et notamment des marchés des titres.

Mais les marchés financiers sont redevables d'une bonne part de leur dynamisme aux progrès vertigineux des techniques informatiques, de communication et des systèmes de paiement, ainsi qu'à la déréglementation des marchés financiers dans beaucoup de pays industrialisés et aux mesures de libéralisation de la circulation des capitaux et des règlements internationaux. Les progrès des technologies en particulier ont permis la mise au point de nouveaux instruments financiers extrêmement complexes, abaissé les coûts de transaction pour les restructurations de portefeuilles et permis l'accès simultané aux mêmes informa-

tions dans le monde entier. La quête de placements rentables et d'opportunités d'emprunt se fait aujourd'hui, avec l'appui des technologies de communication, à l'échelle internationale.

Les innovations financières offrent de nouvelles alternatives de placement et de financement, créent de nouvelles possibilités de transformation et de réallocation du risque et permettent de disposer de liquidités à moindres frais⁷. Les bouleversements les plus manifestes ont concerné les marchés des valeurs mobilières. Dans certains pays, en particulier aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, il y a déjà eu un redéploiement important du crédit bancaire traditionnel vers les financements mobiliarisés (« securitizations »). Les progrès en matière de fongibilité et de liquidité des créances ont apporté une contribution capitale à la forte croissance du volume des transactions des marchés financiers.

Le potentiel élevé d'innovation des marchés financiers s'exprime également à travers la multiplication rapide des produits dérivés. Il s'agit d'instruments financiers dont la valeur est dérivée du prix du marché, ou de l'indice correspondant, d'un instrument de base originale. Ce qu'ils ont en commun, c'est une composante contractuelle axée sur l'avenir. Le principal rôle économique des produits dérivés est de permettre de prendre de façon souple et peu coûteuse des positions individuelles de risque. A la différence des opérations traditionnelles de transfert de risque, les produits dérivés permettent une couverture de risque ou même une prise en charge de risque voulue avec des moyens financiers relativement limités, du fait que l'instrument de base ne doit pas lui-même être cédé. En outre, les produits dérivés présentent l'avantage que l'on peut décliner les propriétés des instruments financiers existants pour créer de nouveaux actifs.

Du côté des acteurs économiques, on est frappé surtout par la tendance à l'institutionnalisation. Les investisseurs institutionnels, fonds de placement, fonds de pension ou entreprises d'assurance jouent un rôle toujours plus important dans le placement des actifs financiers. La concurrence exacerbée a, de surcroît, poussé à la professionnalisation des méthodes. Les pratiques traditionnelles de « buy-and-hold-finance », qui faisaient que les titres une fois achetés étaient conservés jusqu'à maturité finale, ont sous l'effet d'une gestion de portefeuille de plus en plus orientée à court terme, cédé la place à la « transaction-driven-finance ».

7. Cf. aussi *Bank for International Settlements : Recent Innovations in International Banking*, Basle 1986 ; ainsi que : *Bank for International Settlements : Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets*, Basle, November 1994.

Les chances, les risques et les conséquences de l'évolution des marchés financiers

Au premier abord, on pourrait penser que ces transformations structurelles des marchés financiers ont engendré un monde financier excessivement complexe qui, sans lien effectif avec l'économie réelle, ne se préoccupe plus que de faire de beaucoup d'argent encore plus d'argent et qui ne porte tout au plus qu'un intérêt réduit à la question du travail et de l'emploi. Mais cette impression est trompeuse. L'intensification de la concurrence sur et entre les marchés financiers, les innovations en matière de produits et de techniques financières ainsi que la baisse des coûts de transaction et d'information ont considérablement amélioré la capacité du système financier à remplir ses fonctions d'intermédiation. Finalement, cette tendance des marchés à devenir un tout plus efficace, sert et les bailleurs de fonds et les emprunteurs.

L'exemple des produits dérivés est également une bonne illustration de l'incidence positive directe que peuvent avoir certaines évolutions des marchés financiers sur l'économie réelle. Comme on l'a vu, les produits dérivés permettent de moduler une position de risque à coûts réduits et selon les préférences individuelles, c'est-à-dire que plus que par le passé, c'est à l'opérateur économique lui-même qu'il revient de décider quels risques il prend et quels risques il cède contre paiement à des tiers. Les entraves qui s'opposaient aux opérations individuelles ne jouent plus. Une entreprise peut séparer les risques liés à un investissement des risques liés au financement de celui-ci, et en même temps s'assurer des conditions de financement plus avantageuses. En termes macroéconomiques, cela favorise un climat d'investissement et une épargne plus constante. Au total, la production macroéconomique peut se mettre de la sorte sur le chemin d'une croissance plus forte et plus régulière.

Mais il y a également un revers à cette médaille. Il y a tout d'abord une volatilité plus grande à court terme — du moins par phases — des prix sur les marchés financiers. Il est vrai qu'en principe, la liquidité accrue des différents marchés ainsi que leurs interconnexions devraient contribuer à une meilleure absorption des chocs. Mais il semble que cela soit contrebalancé par d'autres facteurs, de sorte que les marchés sont devenus en réalité plus sensibles aux revirements d'opinion. Du fait que la gestion de portefeuille est axée sur le court terme, les événements qui produisent des effets rapidement et les anticipations portant sur de brèves périodes jouent un rôle toujours plus important. L'accès à l'information en temps réel augmente de surcroît le risque d'erreurs d'appréciation cumulées. Et les transactions boursières, de plus en plus assistées par ordinateur, ont tendance à réagir automatiquement. Ce qui peut

provoquer des fluctuations des cours économiquement « inutiles », voire nuisibles.

En dehors de cela, certains observateurs constatent également une plus grande vulnérabilité aux crises et une plus grande fragilité de l'ensemble du système financier, qu'ils imputent aux innovations des marchés financiers. Ici, il convient de procéder à une analyse différenciée. Pour évaluer le risque que représente pour l'ensemble du système une crise des marchés financiers, il est important de se demander si, et si oui, dans quelle mesure, les acteurs individuels sont finalement en mesure d'assumer eux-mêmes, sans incidence négative pour les tiers, les risques qu'ils ont pris.

Au total, les incidences positives des évolutions récentes des marchés financiers devraient toutefois l'emporter sur les risques qu'ils engendrent. Et ce, d'autant plus que les opérateurs des marchés financiers et les acteurs de la politique économique peuvent circonscrire ou même combattre les dangers potentiels. Les opérateurs eux-mêmes doivent faire en sorte que de nouveaux instruments soient utilisés de façon adéquate. Une formation initiale et continue solide des collaborateurs ainsi qu'une grande conscience des risques dans le comportement des dirigeants sont de plus en plus importantes. Ce qui est également nécessaire, c'est d'améliorer la transparence des transactions hors bilan, en particulier sur les produits dérivés. Par ailleurs, il est possible que d'autres réglementations s'avèrent utiles et nécessaires à l'avenir. Mais, en raison de l'internationalisation des marchés financiers, il faudra qu'elles fassent l'objet d'une concertation internationale. C'est exactement l'objectif que se sont donné les banques centrales et les organes de contrôle dans le cadre de la coopération de Bâle⁸, un domaine d'activité qui a pris une grande ampleur ces dernières années et qui continuera d'en prendre. Cette coopération internationale doit, au-delà du contrôle des activités bancaires, porter de plus en plus sur la surveillance des opérations de bourse et le contrôle des assurances. Aussi peut-on se réjouir de l'accord tripartite qui a été conclu récemment.

Revenir aux restrictions administratives et au protectionnisme national, à ce monde prétendument agréable, n'est en revanche ni possible techniquement ni souhaitable économiquement. Si l'on arrive à garantir la stabilité des marchés financiers à l'aide d'un cadre réglementaire conforme aux besoins du marché, ils continueront à apporter une contribution importante à la croissance et à l'emploi. Des marchés financiers les plus développés et les plus parfaits possible sont en effet

8. Cf. par exemple : *Public Disclosure of the Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms. Joint Report by the Basle Committee on Banking Supervision and the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commission, Basle, November 1995.*

une condition nécessaire au bon fonctionnement de l'économie réelle. Mais ils n'en sont pas une condition suffisante.

Les erreurs économiques et politiques que l'on commet sont même d'autant plus sanctionnées que l'allocation du capital est meilleure au niveau mondial. La multiplication des investissements directs à l'étranger constitue la réaction des entreprises à une évolution négative de la compétitivité de leur pays ; des primes de risque accrues et, par là-même, une hausse des taux d'intérêt nominaux, sont le prix que les investisseurs réclament pour compenser les déficiences monétaires, budgétaires ou même structurelles du pays de l'émetteur. Ainsi, les marchés financiers exercent aujourd'hui un certain contrôle sur la qualité des comportements politiques et économiques des différents pays. Ce qui devrait normalement engendrer des contraintes salutaires et en fin de compte positives et inciter à effectuer des ajustements.

Par ailleurs, les mutations que connaissent les marchés financiers ont également des effets directs sur l'emploi. Du fait des nouvelles possibilités qu'offrent la libéralisation et le progrès technique, notamment dans le secteur de la communication et du traitement des données, l'importance macroéconomique du secteur financier a crû sensiblement, dans tous les grands pays. Les banques, les fonds de placement et autres intermédiaires financiers ainsi que les bourses sont aujourd'hui des employeurs importants⁹. Cela a ensuite des effets positifs indirects sur d'autres branches, que ce soit le bâtiment, la gastronomie ou d'autres secteurs. Ces derniers temps, on assiste toutefois à des modifications structurelles qui atténuent les effets positifs directs sur l'emploi, ou peuvent même agir dans le sens inverse. La percée de la banque à domicile par téléphone ou micro-ordinateur ainsi que de la monnaie électronique pourrait faire baisser à nouveau les effectifs salariés dans le secteur bancaire au cours des prochaines années. Ce qui prouve encore une fois qu'aucun secteur ne peut être à la longue dispensé de procéder aux ajustements nécessaires.

39

Les particularités du marché de l'emploi

Comparée à l'internationalisation et aux transformations des marchés financiers, l'évolution des marchés de l'emploi de la plupart des pays — du moins en Europe — contraste très vivement. Il n'existe que peu de marchés internationaux de l'emploi qui fonctionnent librement et efficacement.

Et les quelques possibilités, comme les emplois temporaires dans le

9. En Allemagne, par exemple, la part des salariés des banques a, à elle seule, plus que doublé de 1960 à nos jours (de 1% à 2,5 % des actifs occupés).

cadre de marchés de travaux publics ou le travail saisonnier dans l'agriculture, sont ressenties comme des menaces, comme l'illustre la querelle sur l'application de la loi sur les détachements *. Le fait qu'à la différence des marchés financiers, les marchés de l'emploi aient une étendue géographique restreinte, en Europe tout particulièrement en raison des différences historiques, linguistiques et culturelles, s'explique par la profonde insertion de l'homme dans son environnement social, qui ne joue pratiquement aucun rôle pour le lieu d'implantation des moyens de production.

Alors que dans de nombreux grands pays la réglementation des marchés financiers est devenue beaucoup plus efficace qu'elle ne l'était dans les années soixante et alors que la levée des restrictions non seulement accompagne, mais souvent déclenche le progrès technique et structurel, les marchés de l'emploi d'Europe occidentale ne connaissent guère ce genre d'évolution. Au contraire, ils sont régis par un ensemble de règles très nombreuses et variées. Même s'il est nécessaire pour maintenir l'équilibre entre les intérêts des salariés et des employeurs, le cadre législatif semble être devenu avec les années si étroit, pour ce qui est par exemple des dispositions de l'organisation du travail dans les entreprises, de la législation du travail et de la protection du travail et surtout dans le droit des partenaires sociaux, qu'il finit par constituer une entrave excessive pour le marché de l'emploi. Or, à mon avis, il ne s'agit plus dans notre pays de se demander s'il faut ou non ajuster, mais simplement de savoir quelle doit être l'ampleur des ajustements. A cet égard, rappelons que du fait de l'adoption quasi intégrale du droit du travail de l'Allemagne de l'Ouest, les nouveaux Länder sont tout aussi concernés que les anciens.

Quels que soient les arguments que l'on apporte à l'encontre des transformations, on ne doit pas oublier qu'une différence entre le capital et le travail revêt de plus en plus d'importance. Le problème du sous-emploi du capital n'existe pas, du moins à long terme. Placés devant l'alternative « low pay or no pay », les détenteurs de capitaux préfèrent en général le « low pay » et les salariés et leurs syndicats malheureusement souvent le « no pay », ou en tout cas le chômage, subventionné par l'Etat et par les organismes de sécurité sociale. Mais ces aides sont finalement accordées aux dépens du reste de la population active et renchérissent le coût du travail.

Voilà pour l'analyse empirique.

* *Ndt : Loi assujettissant les salariés étrangers à un salaire minimum, à fixer par convention collective, pour éviter les abus de « détachements » de salariés provenant de pays à bas salaires, notamment dans le secteur du bâtiment.*

L'internationalisation des marchés financiers et commerciaux et le problème du sous-emploi

Commerce international et emploi

La montée du sous-emploi en Europe de l'Ouest depuis le milieu des années soixante-dix a eu lieu dans un contexte d'internationalisation et de globalisation croissantes des marchés commerciaux et financiers. Certains observateurs en concluent tout bonnement que le sous-emploi résulte de l'internationalisation. Mais il n'y a de véritable danger pour l'emploi que lorsque les transformations structurelles liées à la division internationale croissante du travail entrent en conflit avec les avantages acquis et l'immobilisme des personnes concernées.

L'effet positif ou négatif sur l'emploi de l'internationalisation des marchés dépend essentiellement de la capacité et de la volonté d'adaptation de l'économie et du système social et économique aux nouvelles conditions de concurrence¹⁰. L'interpénétration des économies renforce d'un côté la concurrence des biens étrangers et écarte les entreprises et branches les moins concurrentielles, mais fait profiter d'un autre côté les meilleures entreprises et branches d'un pays ainsi que leurs salariés des débouchés supplémentaires. La capacité d'adaptation devient donc un facteur déterminant de l'évolution de l'emploi et de la prospérité. Il ne s'agit d'ailleurs pas seulement de pratiquer une plus grande flexibilité et différenciation dans les salaires et les durées du travail, mais de faire preuve également d'une plus grande mobilité géographique et professionnelle des salariés.

41

L'intégration internationale croissante des marchés est porteuse pour le monde entier non seulement d'une plus grande prospérité, mais également d'une plus grande stabilité. Les marchés internationaux se ressentent en effet moins que par le passé des perturbations d'origine régionale. Le problème de la faim, du moins celui qui avait son origine dans de mauvaises récoltes locales, est par exemple largement éradiqué, du fait de l'intégration mondiale des marchés agricoles. Le problème actuel de la faim a d'autres racines, internes à la société. De même, des problèmes locaux au niveau de l'écoulement des produits ne provoquent pas tout de suite des suppressions d'emplois si la production excédentaire peut être vendue à l'étranger, et lorsque la propension à investir s'infléchit, l'épargne peut être placée dans d'autres pays sans que le recul de la demande qui en découle freine la conjoncture.

10. Cf. *The World Bank : World Development Report 1995 : Workers in an Integrating World. Oxford et al. Part II : Is International Integration an Opportunity or a Threat to Workers ?*

Mobilité internationale des capitaux, taux de change et emploi

Pour que l'intégration toujours plus forte des marchés commerciaux nationaux ait des incidences positives, il faut toutefois que la stabilité et la prévisibilité des taux de change soient suffisantes. Sur longues périodes, les variations de change devraient compenser pour une large part les différences d'évolution des données fondamentales, en particulier les différentiels d'inflation. Mais à court et même à moyen terme, l'expérience prouve que les fluctuations de change font plus que compenser les différentiels d'inflation. Ce qui joue ici, c'est qu'en raison des montants prodigieux de capitaux liquides, la valeur externe d'une monnaie est déterminée principalement par les arbitrages de placement des opérateurs financiers professionnels agissant à l'échelle mondiale.

Or, les arbitrages de placement sur les marchés financiers sont déterminés essentiellement par les anticipations. Celles-ci ne consistent pas seulement en appréciations des données économiques fondamentales du moment, mais aussi, dans de nombreux cas, en appréciations de l'évolution future des marchés et des perspectives politiques d'un pays non déterminées par lesdites données. Ce lien entre les taux de change et les anticipations peut avoir deux effets défavorables : tout d'abord, des changements d'opinion dus aux anticipations peuvent provoquer des fluctuations brutales à court terme des taux de change. Celles-ci augmentent encore l'incertitude et peuvent de la sorte gêner les échanges internationaux. Deuxièmement, des écarts sensibles et tenaces par rapport à la parité du pouvoir d'achat peuvent apparaître, que l'on appelle « misalignments ». Ils faussent la compétitivité-prix des entreprises.

Pour plausible qu'apparaisse la menace qui résulte pour l'investissement et l'emploi d'une forte volatilité des changes et de l'incertitude qui l'accompagne, les études empiriques qui ont été faites jusqu'à présent à ce sujet ne permettent guère de conclure à l'existence d'un rapport entre la volatilité des cours de change et la croissance du PIB. C'est plutôt l'apparition de « misalignments » qui poserait de vrais problèmes à la politique économique, du fait des inégalités concurrentielles, parfois fortes qu'ils provoquent pendant un certain temps. La cause de cette altération du degré de compétitivité est presque toujours une perte de confiance des marchés financiers dans la capacité d'un pays à trouver une solution à long terme à ses problèmes. La thérapie doit donc s'attaquer aux racines du mal qui sont dans la politique menée par le pays touché par la dépréciation¹¹.

11. Ainsi, la Commission Européenne écrit : « Les fluctuations monétaires sont un phénomène d'essence macro-économique... Les solutions ne peuvent et ne doivent pas en traiter les conséquences, mais s'attaquer à leurs causes. Or ces dernières sont directement liées à l'insuffisance des progrès réalisés en matière de convergence, notamment en ce qui concerne la réduction des déficits publics. » In L'Impact des fluctuations monétaires sur le marché intérieur, Communication de la Commission, 31/10/95 : Avant-propos, III, p. 1c.

Et néanmoins, il existe de nombreuses méthodes proposées pour limiter les fluctuations de change d'une autre façon. Il y a par exemple les propositions déjà anciennes d'économistes comme James Tobin ou Rüdiger Dornbusch, qui veulent provoquer un grippage du mécanisme en taxant les transactions¹². Mais toutes les tentatives qui ont été faites pour séparer les règlements internationaux liés aux échanges de biens et de services de ceux résultant de mouvements des capitaux, n'ont eu que peu de succès et ont été de ce fait très vite abandonnées. Il n'est et il ne sera en effet plus possible de contrôler les transferts financiers dans les conditions techniques actuelles et futures, ni de les séparer en fonction de leur rapport avec le processus économique réel.

De même, la tentative qui a été souvent suggérée de fixer administrativement les taux de change, ou du moins de limiter leurs fluctuations, n'est, dans les conditions actuelles, guère faisable. Elle suppose en effet une cohérence durable entre les politiques et les évolutions économiques des différents pays ou encore la soumission d'une partie importante des politiques nationales à une autorité supranationale. Or, très peu de pays sont prêts à accepter un tel abandon de souveraineté. Cela vaut en particulier pour les grands pays industrialisés, et pour les États-Unis en tout premier lieu.

D'ailleurs les expériences que nous avons faites avec le Système Monétaire Européen ont montré combien il est difficile de parvenir à une telle subordination et de la faire durer. Au sein de la future Union monétaire, il est vrai que le problème de change sera par définition résolu, du fait que les parités disparaissent entre les pays membres de l'Union. Reste à savoir si l'Union monétaire européenne créera une plus grande stabilité des changes pour toute l'Europe occidentale, et si oui dans quelle mesure. Mais ce qui sera décisif pour la stabilité interne des pays de l'euro, c'est le choix des pays participants et leur détermination à s'engager durablement sur le plan politique (par exemple pour ce qui est de la discipline budgétaire). S'agissant des parités vis-à-vis des autres pays de l'Union européenne, il s'agira d'éviter autant que faire se peut les erreurs que l'on a commises dans l'application du Système Monétaire Européen. Et pour les relations avec les pays non membres de l'UE, l'évolution des changes dépendra de la stabilité interne de l'Union monétaire et de son appréciation par les marchés ainsi que de l'évolution économique des pays tiers eux-mêmes.

A l'échelle mondiale, il est souvent question d'une coordination internationale renforcée des politiques nationales ou de l'instauration

12. Cf. par exemple James Tobin : *A Proposal for International Monetary Reform*. In : *The Eastern Economic Journal*, Vol. 4 (1978) pp. 153-159, ainsi que Rüdiger Dornbusch : *Exchange Rate Economics* ; 1986. In : *The Economic Journal*, Vol. 97 (1987), pp.1-18.

d'un système de zones-cibles (comme le préconisait encore tout récemment Fred Bergsten)¹³ comme moyen d'empêcher l'émergence de « mauvais » taux de change. L'exemple des accords du Plaza (1985) et du Louvre (1987) prouve toutefois que la coopération internationale ne peut être efficace dans le domaine des changes que si elle peut s'appuyer sur des mesures crédibles de correction des dysfonctionnements qui affectent les économies des pays participants ; ce qui pose bien sûr la question de savoir si elle est encore bien nécessaire dans ces conditions. Des interventions concertées prenant la forme d'achats et de ventes de devises par les banques centrales peuvent à mon avis constituer dans certaines situations des avertissements utiles à l'adresse des marchés des changes, mais ne sauraient remplacer les corrections des dysfonctionnements qui affectent les économies nationales.

Tout ceci ne veut pas dire qu'il est inutile de chercher à renforcer la coopération internationale (ce que l'on a réclamé encore récemment au sommet du G7 de Lyon), en particulier entre les grands pays industrialisés. Bien au contraire ! Mais à cet égard, il est important de s'assurer que les politiques nationales soient cohérentes et compatibles entre elles et ne pas s'adonner à l'illusion que l'on pourrait procéder à un réglage fin des changes qui ne prendrait pas ces objectifs en considération.

L'importance de la mobilité du capital et du travail

La mobilité du capital accroît les coûts, en termes d'emploi, d'une politique salariale inappropriée. Il est vrai que même dans une économie fermée, une politique salariale agressive ne reste pas sans effet ; mais celui-ci est encore aggravé si les détenteurs de capitaux trouvent de meilleures possibilités de placement à l'étranger. Le danger qui en découle est d'autant plus grand que, une fois délocalisées, les unités de production ne reviennent que très rarement dans leur pays d'origine, même en cas de correction de la politique salariale, car le choix d'un nouveau site est fait dans une optique de longue durée.

Après le démantèlement des obstacles aux échanges extérieurs et les réformes économiques qui ont été appliquées dans de nombreux pays — pas seulement d'Asie et d'Amérique Latine, mais également d'Europe centrale et orientale — ces pays ont considérablement gagné en attrait pour les investisseurs des pays hautement industrialisés. Ainsi, le niveau de vie des pays en transition peut augmenter plus vite que s'ils ne pouvaient disposer que de la seule épargne domestique. Néanmoins, une telle perte de substance du capital risque de rendre nécessaire pendant un certain temps une stagnation voire un recul des salaires

13. Cf. C. Fred Bergsten and C. Randall Henning : *Global economic leadership and the Group of Seven*, Washington 1996.

réels dans certains pays d'Europe de l'Ouest, si l'on veut parer au danger d'extension du sous-emploi.

En conclusion

Si l'on mesure la capacité de fonctionnement d'un marché — comme il est d'usage de le faire en économie — à sa capacité d'allocation, il faut alors donner des appréciations différentes aux marchés financiers d'une part et aux marchés de l'emploi d'autre part. On portera un jugement peut-être un peu à l'emporte-pièce, mais qui est pertinent si l'on atteste aux marchés financiers — en dépit de certains abus regrettables — un bon fonctionnement général et aux marchés de l'emploi d'aujourd'hui (du moins en Europe de l'Ouest) une efficacité insuffisante.

Cela tient sûrement à la différence essentielle entre le « capital » et le « travail ». Mais l'évolution parfois contraire de la politique d'encadrement des marchés des capitaux et la politique de régulation du marché du travail a certainement contribué en grande partie à faire apparaître de tels écarts de performance. Alors que la déréglementation des marchés financiers est allée de l'avant dans la plupart des pays d'Europe de l'Ouest, l'ensemble des réglementations auxquelles sont soumis les marchés nationaux de l'emploi, qu'elles émanent de l'Etat ou des conventions collectives, est encore excessif.

45

Dans un monde où il n'existe pour ainsi dire plus d'avantage absolu pour un site d'implantation, l'environnement social et politique prend une importance toujours plus grande. Citons en premier lieu, la garantie juridique et l'adhésion générale au principe de la concurrence non agressive que tous les marchés doivent admettre comme fondement de l'ordre économique.

Cela ne veut nullement dire que nous nous dirigeons nécessairement vers un monde qui serait uniquement déterminé par les relations des marchés entre eux et qui ne laisserait aucune place à la protection sociale et à l'entraide. Au contraire, un système social capable de fonctionner, c'est-à-dire qui ne soit pas en contradiction avec les lois économiques mais qui s'en serve, constitue un facteur positif sur le plan de la compétitivité internationale. Car les conflits sociaux ne sont pas une meilleure référence pour un site industriel qu'une charge fiscale confiscatoire ou une réglementation oppressante.

C'est une des raisons pour lesquelles il est important que les pays d'Europe occidentale arrivent à maîtriser leurs problèmes de sous-emploi au moyen de réformes appropriées des marchés du travail et des systèmes sociaux (sur lesquelles je ne m'attacherai pas plus avant), d'autant plus qu'à long terme, les actifs occupés devront subvenir aux besoins d'une partie de plus en plus importante de la population, ce qui fera monter les prélèvements obligatoires à un niveau à peine supporta-

ble. La quasi-totalité des pays d'Europe de l'Ouest sont de toute façon appelés à adapter leurs systèmes d'assurance retraite et maladie, du fait de l'évolution de la pyramide des âges et de la longévité croissante. Les marchés financiers internationaux exercent désormais, que cela plaise ou non, un rôle de surveillance des politiques nationales. Et ce rôle ne peut que croître à l'avenir. Après l'ouverture définitive des marchés, le capital peut désormais sortir plus facilement des pays où la rentabilité lui paraît insuffisante. D'où un renforcement de la pression sur les milieux politiques pour qu'ils adaptent les conditions d'implantation dans leur pays aux nouvelles données concurrentielles et les améliorent sur le plan structurel. On peut déplorer cette pression, mais elle est inévitable car elle résulte de la globalisation des marchés financiers, qui est non seulement irréversible, mais qui devrait même se poursuivre à l'avenir.

Traduit par Maud Klein