

## A L'IMPOSSIBLE, L'ARGENTINE NE PEUT ÊTRE TENUE

Christine RIFFLART

Département analyse et prévision

Trois ans après la crise russe de l'été 1998, l'Argentine est encore en récession. Une surévaluation reconnue de 20 % du peso, le resserrement des conditions de financement international et l'austérité budgétaire ont fait plonger le pays dans une spirale dépressive dont il n'arrive pas à sortir. Même si les besoins de financement du gouvernement sont désormais couverts pour 2001 et 2002 par la communauté financière internationale, la confiance est, en l'absence de perspectives de reprise économique, aussi faible que les primes de risque sur les marchés des capitaux sont élevées. Depuis deux ans, les autorités s'emploient à rassurer les marchés par des programmes d'ajustement et des réformes structurelles. Or ceci fragilise d'autant plus la situation et inquiète encore davantage les marchés. Le système de *currency board* s'avère aujourd'hui incapable d'assurer la stabilité de l'économie, mais ni l'Argentine, ni la Communauté financière internationale n'ont le courage de mettre fin à cette coûteuse expérience.

### Le *currency board* a tenu ses promesses en matière de lutte contre l'inflation...

Introduit en 1991 par Domingo Cavallo, alors ministre de l'économie du président Carlos Menem, le système de *currency board* est apparu comme l'axe central du nouveau plan de stabilisation de l'économie. Les précédents plans n'ayant pu venir à bout de l'hyperinflation (5000 % en 1989) et de la fuite des capitaux, ce système était considéré alors comme le seul moyen pour imposer des ajustements que le pouvoir politique ne parvenait pas à mettre en place.

Les principes du système sont simples :

— le taux de change du peso est fixé *par voie légale* au dollar au taux de 1 pour 1 et la monnaie est librement convertible (loi de convertibilité).

— pour garantir cet engagement, la base monétaire est couverte par les réserves officielles de change. Aussi, *la banque centrale perd-elle tout pouvoir en matière de politique monétaire.*

La masse monétaire, au sens étroit, dépend directement de la variation des réserves de change, c'est-à-dire du solde de la balance des paiements. La liquidité du marché domestique dépend donc du solde commercial, des flux de capitaux et des conditions de prêts sur le marché international. Les taux d'intérêt nationaux sont étroitement dépendants de ceux du marché international.

— Le système met fin *de facto* au financement monétaire du déficit public, ce qui élimine l'une des principales sources de l'inflation passée. Celui-ci doit être financé sur le marché.

Conçu initialement pour stabiliser les variables nominales et recréer la confiance en la monnaie nationale, le système de *currency board* atteint aujourd'hui ses limites, du fait même des contraintes qu'il impose et qui avaient fait en son temps son succès :

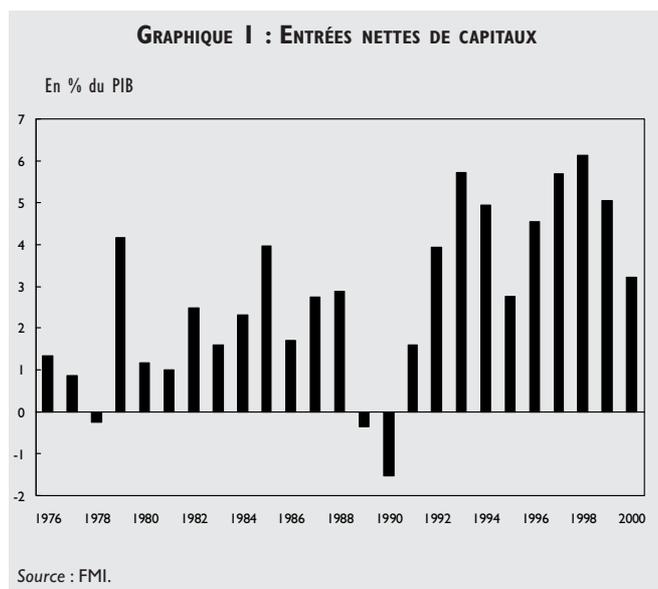
— la rigidité du taux de change fait que tout choc externe, ne pouvant être absorbé par un ajustement de la parité, se répercute fortement dans l'économie. Notamment, toute appréciation du dollar se traduit par une hausse du taux de change effectif du peso et une perte de la compétitivité-prix.

— L'économie devient dépendante des capitaux étrangers, dont on connaît la forte mobilité, et qui sont influencés par la politique monétaire des Etats-Unis et par les différents chocs financiers internationaux.

— Enfin, la reprise de la confiance dans la monnaie doit entraîner une reprise des entrées de capitaux et une baisse de la prime de risque demandée par les investisseurs étrangers. Mais la confiance est fragile: même si les investisseurs n'ont plus à craindre les fluctuations du peso face au dollar, ils peuvent redouter la sortie brutale du système ou un défaut de paiement sur les engagements non couverts.

Jusqu'en 1997, le système de *currency board* a eu ses heures de gloire. Après la crise de la décennie 1980, la confiance est revenue et le pays a renoué avec la croissance. Entre 1990 et 1994, le PIB a augmenté de 8 % en moyenne par an, la consommation des ménages de 9 %. Le taux d'investissement est passé de 14 % à 20 %. Les variables nominales se sont stabilisées : l'inflation a baissé à 4,2 % en 1994. L'économie

s'est remonetisée. La confiance retrouvée en la monnaie nationale a permis aux banques de redéployer leur activité d'intermédiation financière. Les finances publiques sont restées sous contrôle, bénéficiant de l'embellie conjoncturelle. Le financement extérieur a été aisé et l'Argentine a profité d'entrées massives de capitaux. Entre 1992 et 1998, et à l'exception de 1995, elles ont représenté, en termes nets, environ 5 % du PIB annuel, contre 2 % pendant les années 1980 (graphique 1). La crise de la balance des paiements en 1994-1995 a été rapidement surmontée. Le système financier, confronté alors à un retrait brutal de liquidités et au risque d'insolvabilité, a été renforcé, sur la base d'une réglementation prudentielle plus exigeante.



Ces bonnes performances ont cependant eu un coût. La fin de la dépréciation du peso à partir de 1991 a conduit à une augmentation de près de 15 % en deux ans des prix argentins relativement à ceux des pays concurrents, exprimés dans la même monnaie. Les entreprises ont dû compenser cette perte de compétitivité par une meilleure gestion de leurs coûts. Les gains de productivité se sont accélérés pendant que le taux de chômage passait de 6 % à 17 % en 1995. Les coûts salariaux unitaires relatifs ont été réduits de 40 % entre 1993 et 1998. Le taux de change effectif réel, mesuré sur la base des prix à la consommation, avait retrouvé en 1996-1997, son niveau de 1992 (graphique 2), considéré comme satisfaisant. Néanmoins, l'excédent commercial des années 1980 (3,2 % du PIB en moyenne) s'est transformé en un déficit chronique de plus de 3 % du PIB en moyenne sur la période 1991-1998.

L'accès au marché financier international est resté relativement coûteux, en dépit de la loi de convertibilité. Les conditions monétaires sont donc restées restrictives, les taux d'intérêt réels sur les prêts en dollar au secteur privé se situant autour de 10 %, soit 4 à 6 points de plus que ceux des Etats-Unis.

Néanmoins, le recours au marché international de capitaux s'est accéléré, notamment par la voie du secteur public. La croissance de l'activité avait bien permis jusqu'en 1993 d'équilibrer les comptes du secteur public et de réduire la dette. Mais très vite, des dérapages sont réapparus. La faiblesse des taux de prélèvements (20 % du PIB) et l'incapacité des autorités à introduire des réformes contre l'évasion fiscale et le gaspillage de l'administration n'ont pas permis d'éviter une hausse de la dette publique en proportion du PIB. Les autorités

se sont donc tournées vers le marché, notamment étranger pour éviter l'effet d'éviction sur le marché national. D'autant que les marchés émergents exerçaient un fort attrait sur les investisseurs à cette époque. Entre 1993 et le milieu de l'année 2000, 84 milliards de dollar de titres argentins ont été vendus sur l'euro-marché, dont 22 par le secteur privé et 62 par le secteur public, principalement par le gouvernement fédéral. Sur les 62 milliards, 52,5 milliards ont été émis après 1996.

Cette dynamique d'endettement porte en elle ses propres contradictions. L'excédent budgétaire primaire du gouvernement devient de plus en plus insuffisant pour couvrir des charges d'intérêts croissantes. La dette extérieure atteint 52,7 % du PIB en 2000, contre 40,3 % en 1996. Plus que son niveau, ce sont les besoins de financement croissants qu'elle génère qui posent problème. Le pays est peu ouvert commercialement et connaît un déficit chronique de ses échanges avec l'extérieur. Entre 1996 et 2000, les charges d'intérêt sont passées de 25,6 % à 40,1 % des exportations de biens et services, et l'amortissement du capital de 30,2 % à 53,4 %.

### ... mais s'avère extrêmement contraignant pour gérer des chocs réel et monétaire

Depuis la crise russe de l'été 1998, la situation économique et financière de l'Argentine est bloquée. Le pays est frappé de ses deux côtés les plus fragiles : sa vulnérabilité aux chocs externes et sa dépendance aux marchés des capitaux, tandis que l'impossibilité des autorités politiques à réformer les finances publiques apparaît au grand jour.

Chute de la demande étrangère, baisse des termes de l'échange, perte de compétitivité du fait de la dépréciation de plusieurs monnaies d'Amérique latine dont celle de son principal partenaire commercial, le Brésil, tels sont les principaux chocs qui ont frappé l'Argentine en 1998 et 1999 et l'ont plongée dans une profonde récession.

Simultanément, la défiance des investisseurs étrangers à l'égard de l'ensemble des pays émergents a rendu l'accès au crédit étroit et coûteux. Or, le pays ne peut se passer des financements extérieurs pour couvrir ses engagements, dont notamment ceux du secteur public. La dégradation des finances publiques est allée de pair avec celle de l'activité, les rentrées fiscales étant fortement déterminées par la conjoncture économique. Le solde primaire est passé d'un excédent de 0,5 % du PIB en 1998 à un déficit de 0,8 % l'année suivante. En même temps, les intérêts payés sur la dette ont augmenté de 2,6 % à 3,4 % du PIB.

La solvabilité externe du pays s'est dégradée ainsi que la crédibilité de ses engagements externes. Le risque envisagé n'est pas tant celui de change que celui d'un défaut de paiement, sur la dette publique notamment.

A partir de 1999, le gouvernement ne va avoir de cesse de rassurer les marchés, condition préalable au retour des capitaux et à la reprise économique. A la fin de 1999, le nouveau Président de la République, Fernando de la Rúa, signe un premier accord avec le FMI où il s'engage à rééquilibrer les finances publiques à l'horizon de 2003 en échange d'un prêt de 7,2 milliards de dollar sur trois ans.

Mais l'orthodoxie budgétaire mise en place en 2000 est un échec. Le solde primaire s'est bien redressé et le déficit global

s'est tout juste stabilisé, mais au prix du retournement de la croissance. La reprise qui s'amorçait fin 1999 avec l'amélioration de la demande étrangère a été étouffée par la hausse de la pression fiscale. La faiblesse de l'activité a entraîné un durcissement des mesures pour redresser les comptes. La politique budgétaire, devenue procyclique, a amplifié la récession. Sur l'ensemble de l'année 2000, l'activité a baissé de 0,5 %, pour une croissance officiellement prévue à 3,5 % en début d'année.

**GRAPHIQUE 2 : TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL DU PESO ET DU DOLLAR US**



Sources : FMI, Réserve Fédérale des Etats-Unis.

A la fin de l'année 2000, le pays semblant incapable de retrouver le chemin de la croissance et de restaurer sa solvabilité, la crise de confiance réapparaît (graphique 3). Les investisseurs craignent à nouveau un défaut de paiement sur les 21,8 milliards de dollar d'engagements du gouvernement fédéral pour l'année 2001. Cette fois, la communauté internationale se mobilise et débloque, sous l'égide du FMI, un prêt d'urgence de 39,7 milliards de dollar, conditionné à un nouveau programme d'ajustement des finances publiques.

**GRAPHIQUE 3 : INDICE RISQUE-PAYS\* POUR L'ARGENTINE ET LE BRÉSIL**



Source : JP Morgan.

\* Ecart de rendement entre le titre de référence du pays et les bons du Trésor des Etats-Unis à long terme.

## Le programme de Cavallo ou l'art de s'accommoder des contraintes

Les objectifs d'ajustement budgétaire figurant dans la nouvelle lettre d'intention du 12 janvier 2001 sont assouplis par rapport à

la version antérieure. L'orthodoxie demeure, mais l'échéance du retour à l'équilibre des comptes publics est repoussée de deux ans, à 2005. En pourcentage du PIB, la dette continuerait de s'accroître, mais baisserait après 2003. En 2001, et sur la base d'une hypothèse de croissance de 2,5 %, le déficit du gouvernement fédéral ne devrait pas dépasser 6,5 milliards de dollar.

Pour compenser le dérapage qui s'annonce, le ministre de l'économie a proposé en mars un nouveau plan d'austérité (coupes de 4,5 milliards de dollar des dépenses de l'Etat sur deux ans). La population descend dans la rue, le Congrès refuse. La crise économique se double alors d'une crise politique. Les taux d'intérêt sur le marché obligataire montent à 12 %. Le président de la république demande à Domingo Cavallo, initiateur du système actuel du *currency board* et reconnu par la communauté internationale, de revenir au gouvernement.

A la différence des ajustements précédents, l'approche développée par Cavallo est plus globale. Tout en garantissant le maintien du système de *currency board* et le respect des engagements pris avec le FMI, il prend en compte les trois principaux points de blocage de l'économie :

- l'ajustement du secteur privé au handicap de compétitivité est contre-productif. Il détruit des pans entiers de l'industrie : entre 1998 et 2000, la production a baissé de 10 % tandis qu'elle augmentait sur la période de 6 % au Brésil. Il paupérise la population et détériore la solvabilité externe du pays ;

- l'austérité budgétaire est nécessaire pour freiner l'envolée de la dette externe mais doit être accompagnée d'un programme de stimulation de la croissance pour favoriser les rentrées fiscales ;

- le desserrement de la contrainte monétaire dépend de la confiance dans la solvabilité à long terme du pays. Pour la retrouver, il importe de dynamiser l'économie et d'alléger la pression financière à court et moyen terme.

## Premier axe : redresser la compétitivité du pays

La compétitivité des produits argentins dépend du taux de change effectif nominal du peso, qui dépend directement des fluctuations du dollar face aux autres monnaies. Depuis 1998, le dollar bénéficie d'une conjoncture favorable face aux autres monnaies fortes, due en partie à l'accélération de la productivité tendancielle aux Etats-Unis qui tend à apprécier son niveau d'équilibre. Mais l'Argentine ne bénéficie pas de cet effet et la structure géographique de son commerce extérieur l'a rend plus vulnérable aux mouvements des autres monnaies d'Amérique latine. Or, le real brésilien a perdu 50 % de sa valeur depuis fin 1998, dont la moitié au premier semestre 2001. La surévaluation du peso qui s'est progressivement installée, atteint 20 % aujourd'hui.

Les conséquences en sont multiples. Les exportations stagnent depuis trois ans, malgré la reprise de la demande étrangère en 2000, et les investissements directs commencent à faiblir. L'Argentine est confrontée à la concurrence des pays où les coûts salariaux sont plus bas (Brésil notamment) tant pour les échanges de marchandises que pour les implantations d'entreprises.

Pour réduire à terme la vulnérabilité du peso aux fluctuations du dollar, Cavallo a fait voter une réforme de la loi de convertibilité de 1991, qui devra entrer en vigueur dès que l'euro

sera revenu à la parité avec le dollar. Le peso sera rattaché au dollar et à l'euro, avec une pondération de 0,5 chacun. Les trois monnaies auront libre cours sur le marché national et seront parfaitement convertibles entre elles. La Banque centrale devra détenir la moitié de ses réserves en euros.

Si la réforme est positive par le fait qu'elle traduit des relations commerciales et financières bien établies entre l'Argentine et la zone euro (même si 68 % de la dette argentine est en dollar), elle ne résout pas tout, notamment la surévaluation du peso vis-à-vis de la monnaie brésilienne. Par ailleurs, en autorisant un libre arbitrage entre la détention des trois monnaies, elle peut provoquer des comportements spéculatifs nuisibles au système. Enfin, elle introduit une brèche dans le principe de fixité du taux de change, ce qui accroît l'inquiétude sur les marchés financiers.

En attendant l'application de la nouvelle loi de convertibilité, le principe est appliqué depuis la mi-juin aux échanges commerciaux, hors énergie. Un mécanisme de compensation fiscale permet de rembourser à l'exportateur (et d'accroître les prélèvements pour les importateurs) la différence entre la valeur exprimée en dollars et celle valorisée selon la nouvelle règle. Ainsi, dans l'hypothèse où le dollar s'échange contre 1,16 euro (situation fin juillet), l'exportateur argentin reçoit pour chaque dollar vendu, 1,08 peso. Cet aménagement permet d'effacer 8 % du handicap de compétitivité.

Ce système fait partie d'un plan de compétitivité, qui inclut d'autres mesures destinées à accroître la rentabilité dans les secteurs les plus touchés par la récession et à stimuler la croissance et l'investissement :

- allègement des charges patronales dans les secteurs les plus exposés tels que le secteur exportateur et les industries de main-d'œuvre ;

- baisse des droits de douane sur les importations de biens d'investissement ;

- allègement d'impôts malgré un report partiel à 2002.

Ce plan est financé par de nouvelles économies et l'introduction de nouvelles taxes, dont la taxe de 0,6 % sur l'ensemble des transactions financières à partir des comptes bancaires (à l'exception des mouvements de fonds officiels).

Les entreprises ont continué malgré tout de s'ajuster, au point de tomber dans la déflation. Depuis 1999, les coûts salariaux unitaires ont été fortement réduits sous l'effet de la baisse des salaires et des licenciements massifs. Le taux de chômage a augmenté de 4 points en 2 ans et demi et se situe aujourd'hui à 16 %.

## Deuxième axe : poursuivre l'ajustement budgétaire par la loi de déficit zéro

Suite au dérapage du solde budgétaire sur les premiers mois de cette année, Cavallo a introduit en juillet une nouvelle méthode de gestion des finances publiques. En plus de la loi de convertibilité et de l'abandon des prérogatives monétaires de la Banque centrale au marché, le système se dote d'une nouvelle loi d'administration fiscale, approuvée par le Congrès :

- les dépenses totales du gouvernement fédéral ne pourront excéder les rentrées fiscales du mois précédent ;

- en cas de dépassement, le secrétaire des finances sera amené à ajuster les dépenses. Seront payés en priorité les intérêts

sur la dette publique, le transfert de ressources aux provinces dans le cadre de la règle de la coparticipation définie en novembre 2000. L'ajustement se fera de façon uniforme sur les autres postes (salaires et retraites, achats de biens et services...).

En stoppant automatiquement les déséquilibres, ce mécanisme devrait permettre de respecter l'engagement d'un déficit à 6,5 milliards de dollar sur l'ensemble de l'année. Il va bien au-delà des objectifs visés par le FMI qui étaient d'atteindre l'équilibre budgétaire d'ici deux ans. Ce processus constitue une règle à moyen terme, et devrait interrompre l'endettement supplémentaire (tableau I).

TABLEAU I : RÉSULTATS ET OBJECTIFS EN MATIÈRE DE FINANCES PUBLIQUES

	1999	2000	2001	2002
Croissance du PIB*, en %	- 3,4	- 0,5	- 1,4	2,5
Déficit du gouvernement fédéral	(1) - 7 156 (2) - 2,5	- 6 972 - 2,4	- 6 500 - 2,7	- 2 290 - 0,8
Déficit des provinces	(1) - 4 632 (2) - 1,6	- 3 392 - 1,2	- 2 760 - 0,9	- 2 000 - 0,6
Déficit public total	(1) - 11 788 (2) - 4,1	- 10 204 - 3,6	- 9 260 - 3,7	- 4 186 - 1,4
Déficit primaire	(1) - 2 133	1 308	4 642	10 793
Intérêts	(1) 9 655	11 512	13 902	14 979
Privatisations	(1) 889	166	400	200
Consolidation de la dette	(1) 1 546	1 543	2 100	1 400
Autre dette	(1) - 1 683	- 1 017	1 500	200
Dette publique	(1) 134 270 (2) 47,4	144 805 50,8	157 265 53,5	165 563 54,5

(1) Millions de dollars. (2) En % du PIB.

\* Pour 2001 et 2002, prévisions officielles.

Source : FMI.

L'ajustement est brutal : compte tenu des projections de recettes fiscales, il vise à une économie de 2,3 milliards de dollar des dépenses primaires sur le deuxième semestre. Dès juillet, le gouvernement réduit de 13 % les salaires et traitements des fonctionnaires (supérieurs à 500 pesos mensuels) et les paiements aux fournisseurs, baisse les dépenses de sécurité sociale. En fait, le solde devra même être excédentaire de 100 millions de dollar au quatrième trimestre pour compenser le dérapage des premiers trimestres.

En juillet, les provinces se sont engagées à gérer de façon responsable leurs dépenses. Mais l'accord signé en août avec le FMI stipule que désormais le gouvernement fédéral devra trouver avant fin novembre un accord avec les provinces sur une modification de la loi de coparticipation fédérale, afin que le montant des transferts alloués aux provinces ne soit plus fixe comme aujourd'hui, mais dépende des recettes totales de l'Etat. Les négociations s'avèrent difficiles, la baisse des transferts mettant en péril la situation financière déjà très mauvaise des provinces.

En juillet, la province de Buenos Aires s'est mise en cessation de paiement, et d'autres provinces étaient dans des situations extrêmement dégradées. Pour calmer la situation, certaines provinces (11 au début du mois de septembre) utilisent des bons, que le gouvernement fédéral reconnaît, pour payer les salaires et la dette aux fournisseurs. Les *patacones* peuvent être utilisés dans les banques, ou pour payer les impôts, à

hauteur de l'équivalent d'un mois de la masse salariale de la province. Cavallo compte sur ce soutien financier pour obtenir l'appui des provinces au projet de déficit zéro.

Le projet de loi de finances pour 2002 prévoit à nouveau des mesures draconiennes. Compte tenu des hypothèses officielles de croissance de 2,5 %, l'équilibre fiscal (hors capitalisation des intérêts sur la renégociation de la dette en 2001) devrait être obtenu par des coupes de 6 milliards de dollar (2 % du PIB) dans les dépenses :

- forte baisse des dépenses sociales,
- maintien de la réduction salariale des fonctionnaires et retraités,
- et baisse de 900 millions des dotations aux provinces.

Or ces hypothèses de croissance sont optimistes. Déjà début octobre, une réduction supplémentaire de 890 millions de dollars des dépenses vient d'être annoncée pour le quatrième trimestre, compte-tenu des moindres rentrées fiscales de septembre.

### Troisième axe : relâcher la pression financière à court et moyen termes

Après avoir stagné pendant plusieurs années, les réserves de change baissent brutalement depuis juillet. Les taux d'intérêt réels sont montés à 15 % depuis le début de l'année. Les crédits au secteur privé baissent depuis trois ans. Au premier trimestre, ils ont reculé de presque 5 % sur un an. Les dépôts bancaires s'épuisent eux aussi. Depuis juillet, les banques sont confrontées à des retraits massifs, ce qui pose de graves problèmes de liquidités dans certaines institutions.

La Banque centrale utilise sa faible marge de manœuvre pour soulager le système financier : baisse du taux minimum des réserves obligatoires, relèvement du seuil légal de détention des titres publics dans les réserves des banques, rachat de titres sur le marché monétaire pour injecter des liquidités.

Dans le cadre de l'accord de *swaps* mis en place fin 1996 pour répondre à des problèmes de liquidités, les grandes banques internationales ont débloqué 1,271 milliard de dollar au début du mois de septembre. 1 milliard est attendu dans les prochaines semaines de la Banque mondiale et de la Banque interaméricaine de développement. Ces sommes s'ajoutent aux 4 milliards de dollar négociés en août dernier avec le FMI.

Depuis fin 1999, la communauté internationale s'est largement impliquée dans la crise argentine. En décembre 2000, l'Argentine recevait un prêt de 39,7 milliards de dollar, dont 13,7 prochaine).

Simultanément, le gouvernement a tenté de restructurer sa dette pour alléger ses engagements financiers à court terme. 29,5 milliards de dollar de dette publique arrivant à échéance avant 2005 ont été renégociés contre de nouveaux titres à échéance longue et à coupon zéro dans la période initiale. L'allègement du service est de 16 milliards de dollar d'ici à 2005 (soit un quart du total), dont 7,8 milliards avant la fin 2002. Les besoins de financement pour 2001 sont couverts. Cependant, le coût ultérieur est élevé. Le service de la dette devrait augmenter rapidement après 2005. La confiance est revenue mais très vite, le doute sur la viabilité du système s'est réinstallé.

Aujourd'hui, le discours a changé. Pour la première fois, sous l'impulsion des Etats-Unis, le FMI prévoit de mettre à disposition des fonds (3 milliards de dollar) en mars 2002 pour renégocier une partie des 90 milliards de titres de la dette publique. Mais à la différence de la restructuration de juin dernier où le coût à long terme était élevé, il s'agirait là de négocier avec les créanciers sur une base volontaire et à un coût beaucoup plus faible. Plusieurs possibilités sont envisagées : rachat de titres avec décote, échange de titres contre d'autres moins chers et garantis par des organismes multilatéraux, ou bien gagés sur les recettes fiscales (proposition de Cavallo). Les négociations sont pour le moment coordonnées par le secrétaire au trésor américain qui y voit peut-être le moyen de faire pression sur le gouvernement pour que l'Argentine intègre la Zone de Libre Echange des Amériques (ALCA).

Trois ans après le déclenchement de la crise, l'économie accuse un recul de plus de 6 % de son activité. Les conditions monétaires restent excessivement restrictives. Les taux d'intérêt domestiques réels oscillent autour de 15 %. Les prêts au secteur privé baissent. Un tiers de la population est sans travail ou sous-employé. Le climat de confiance est au plus bas. La consommation des ménages stagne depuis l'été dernier après avoir reculé de plus de 5 %. L'investissement a chuté de 26 %. Enfin, la chute de la compétitivité pénalise les exportations. Celles-ci stagnent, malgré le redressement de la demande extérieure. La situation est donc insoutenable. Les tensions sociales restent vives. Le taux de chômage est supérieur à 16 % et un tiers de la population vit dans des conditions de pauvreté inacceptables. Les perspectives d'une reprise restent largement compromises par le handicap de compétitivité, l'ajustement budgétaire et la restriction monétaire. Pour le moment, aucun signe d'amélioration n'apparaît du côté de la demande intérieure (tableau 2).

TABLEAU 2 : PRINCIPAUX INDICATEURS MACROECONOMIQUES

	1997	1998	1999	2000	2001
En %					T2**
PIB	8,1	3,9	- 3,4	- 0,5	- 0,5
Consommation privée	9,0	3,5	- 2,7	- 0,4	- 2,1
FBCF	17,7	6,5	- 12,8	- 8,6	- 6,3
Exportations	12,0	9,9	- 1,4	2,2	5,2
Importations	26,6	8,1	- 11,7	- 0,5	- 4,7
Prix à la consommation	0,3	0,7	- 1,8	- 0,7	- 0,1
Balance courante *	- 4,2	- 4,8	- 4,2	- 3,2	- 4,4
Crédits au secteur privé	18,6	10,8	- 2,1	- 3,8	- 8,9

\* En % du PIB au premier trimestre.

\*\* En glissement annuel.

Source : FMI.

Les marchés ont pu compter sur l'aide internationale pour ne pas subir les préjudices de la crise. Mais aujourd'hui, ils doivent prendre à leur charge une partie de l'ajustement. L'Argentine ne peut continuer à payer des taux d'intérêt réels de plus de 20 % sur sa nouvelle dette. La renégociation s'avère indispensable. Les investisseurs doivent accepter une décote de leurs titres s'ils veulent éviter la cessation de paiements. L'allègement de la pression financière devrait alors permettre de changer favorablement les anticipations à moyen terme. Cela nécessite également une modification du taux de change pour rétablir la compétitivité. A l'évidence, le *currency board* n'est pas un système viable durablement ■

# L'IRLANDE, L'ENFANT TERRIBLE DE L'UNION EUROPEENNE

Thierry LATREILLE

Département analyse et prévision

L'économie irlandaise, aux performances exceptionnelles au cours de la décennie 1990, qualifiée de « bon élève européen » par Romano Prodi, est souvent montrée en exemple. Pourtant, par deux fois cette année, l'Irlande a surpris ses partenaires de l'Union européenne par une décision contraire aux orientations communes, mais qui démontre le pouvoir d'un petit pays à l'intérieur de l'UE. Le « non » irlandais au référendum sur le traité de Nice est intervenu quelques mois après que le conseil des ministres de l'Union européenne ait adressé au gouvernement irlandais une « recommandation » adoptée à l'unanimité. Les partenaires de l'Irlande lui ont enjoint de revoir son budget 2001 jugé incompatible avec les Grandes Orientations des Politiques Économiques, car trop expansionniste dans une économie où les risques de surchauffe sont importants. Adresser une telle recommandation au pays qui a enregistré le surplus budgétaire le plus élevé en 2000 (4,5 points de PIB, graphique 1) et qui a accompli la plus forte réduction de sa dette publique (de 50 % du PIB en 1999 à 39 % en 2000, pour atteindre 24 % en 2003) est pourtant paradoxal.

Alors que l'économie de l'île verte arrive à un point d'inflexion à la fin du processus de convergence, la question de la gestion d'une politique économique intérieure adaptée pour ralentir la croissance est particulièrement sensible. Il s'agit de consolider les gains de la période de transition et d'alléger les goulets d'étranglement qui apparaissent inévitablement lorsque la croissance est si rapide, c'est-à-dire de contenir la demande intérieure tout en augmentant les capacités de production de l'économie. Dans un cadre de coordination des politiques économiques à l'intérieur d'une union monétaire, les marges de manœuvre dont dispose le gouvernement irlandais sont une bonne indication du degré d'autonomie d'un pays, à laquelle les pays de l'Est aspirant à l'adhésion à l'UE sont particulièrement attentifs. L'Irlande est ainsi un premier exemple de la nature et de l'adaptabilité de la politique économique et des marges de manœuvres nationales dans l'Union européenne.

En septembre 2001, une mission de la Commission européenne aura rendu un rapport qui aura statué si le gouvernement irlandais a pris les mesures appropriées pour contrecarrer l'impact inflationniste du budget présenté en décembre dernier. La réaction du gouvernement irlandais à l'évaluation de la Commission sera elle aussi déterminante, puisque le Non au référendum sur le traité de Nice est attribué aux tensions affichées entre celui-ci et Bruxelles.

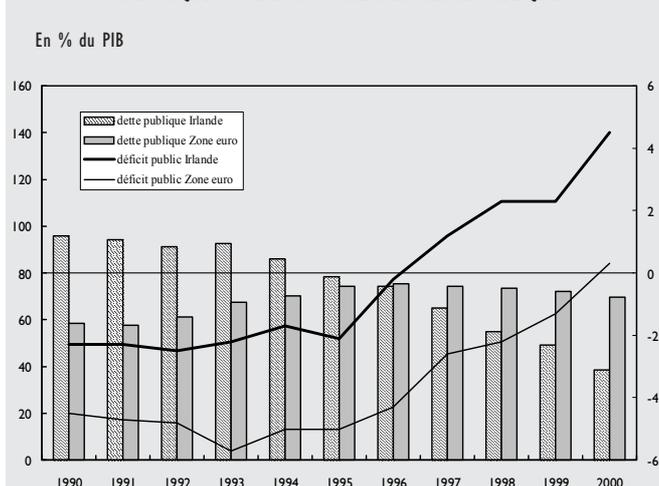
## Le débat irlandais sur l'Europe

Ainsi, au cinquième référendum concernant l'Europe, l'Irlande a pour la première fois dit non. L'Irlande est le seul pays européen où le traité de Nice devait être ratifié par référendum, ce qui a donné lieu à un débat plus large et a mis en lumière les craintes des citoyens. Dans tous les autres pays européens, le Traité est ratifié par le Parlement. Le résultat du vote, marqué par une forte abstention, a surpris les partenaires de l'Irlande, pays réputé europhile. Les Irlandais ont exprimé leur refus de céder davantage de souveraineté, leur crainte d'une harmonisation fiscale imposée et leur attachement à la neutralité militaire mise en cause par la création d'une force européenne. Le résultat du référendum a permis l'instauration d'un débat sur le fonctionnement de l'UE. Quelles sont les décisions qui doivent être prises à un niveau national, et quelles autres à un niveau européen ? Quelle sera la marge de manœuvre des gouvernements nationaux dans les décisions de politique économique ? Sur quelles bases reposera un pouvoir exécutif européen et de quoi sera-t-il responsable ? Les voix des petits pays européens pourront-elles se faire entendre ? Les préférences sociales nationales pourront-elles être maintenues ?

Les analystes ont donné différentes explications du résultat du vote. Certains ont dénoncé la réponse égoïste d'un pays qui a reçu des subventions parmi les plus importantes de l'UE et qui devrait devenir un contributeur net au budget de l'UE d'ici à 2006. L'Irlande a en effet largement bénéficié de son appartenance à l'UE. Le pays a reçu d'importants fonds structurels européens, qui ont culminé à 3 % du PIB en 1993, permettant de mettre en œuvre les programmes d'infrastructure publique les plus urgents. Selon une étude de l'ESRI (The Economic and Social Research Institute), 1 à 2 points de croissance annuels peuvent être expliqués par les fonds structurels. Aujourd'hui, le PIB par tête de l'Irlande est supérieur à la moyenne de l'Union européenne, ce qui compromet les chances d'obtention future de fonds structurels. Par ailleurs, l'entrée dans l'UEM a eu comme conséquence immédiate une baisse des taux d'intérêt, les taux d'intérêt réels devenant même négatifs. Ceci explique la forte expansion du crédit, qui a alimenté le boom de l'immobilier et favorisé l'investissement des entreprises.

Enfin, tirant parti d'une fiscalité avantageuse et d'une main-d'œuvre jeune et qualifiée, les investissements directs étrangers, caractérisés par des productions à haut niveau technique, ont afflué en Irlande. L'Irlande sert de tête de pont pour l'accès au

GRAPHIQUE 1 : DEFICIT PUBLIC ET DETTE PUBLIQUE



Source : Eurostat.

large marché européen. L'entrée dans la zone euro, puisqu'elle a éliminé les risques de change et abaissé le coût du capital, a été bénéfique à l'Irlande où les sociétés multinationales représentaient en 1997 les deux tiers de la production dans le secteur manufacturier et plus de 40 % de l'emploi. Les investissements directs étrangers sont très concentrés dans certains secteurs (les entreprises multinationales représentaient plus de 90 % de l'emploi dans les secteurs informatique ou pharmaceutique) et dans leur provenance géographique (les États-Unis ont représenté plus de 80 % des flux sur la période 1995-1999). L'élargissement de l'Union pourrait détourner une partie de ces investissements de l'Irlande vers les pays de l'Est, où les coûts de production sont moins élevés.

Le Non au référendum sur le traité de Nice peut également être perçu comme l'expression du refus de céder à la pression des institutions de Bruxelles pour réduire la concurrence fiscale. Un taux d'imposition sur les bénéfices de 10 % est applicable aux entreprises tournées vers l'exportation. Ce taux devrait être porté à 12,5 % en 2003, et sera applicable à toute activité de production. Ce régime fiscal est de loin le plus favorable en Europe, où le taux le plus bas est, sinon, supérieur à 30 %. Or l'harmonisation fiscale suppose que les pays s'accordent sur un taux minimum d'imposition des bénéfices, sauf pour les régions ou les pays en difficultés économiques, dont, de toute évidence, l'Irlande ne fait plus partie.

## Les performances du Tigre celtique

La croissance de l'économie irlandaise a été vive et ininterrompue depuis 7 ans, oscillant entre 6 et 11 %, soit 9 % en moyenne annuelle contre 2,5 % pour l'ensemble de la zone euro. Cette croissance est exceptionnelle, même si on peut en partie remettre en question la significativité des chiffres. En effet, dans cette petite économie ouverte, les exportations réalisées par les entreprises multinationales ont été un moteur de la croissance. Ces entreprises ont fait un arbitrage entre différents régimes fiscaux et ont certainement transféré par le biais de prix de transferts (majoration ou minoration des prix d'achats ou de ventes entre filiales) vers le pays qui présente la fiscalité la plus avantageuse. Ainsi, il est très probable que les bénéfices des sociétés implantées en Irlande aient été artificiellement gonflés, ce qui aurait induit un biais à la hausse des profits des entreprises et une surestimation du PIB irlandais. Mis à part ces problèmes de fiabilité, le PIB par habitant de l'Irlande est passé de 69 % de la moyenne de la zone en 1990 à 124 % en 2000. La croissance irlandaise a été nettement supérieure à 10 % en 2000, grâce à la conjonction de la vigueur du commerce mondial, du taux de change favorable de l'euro et de la demande soutenue en produits des techniques de l'information et de communication. La poursuite des créations d'emplois, les augmentations de salaires et les réductions d'impôts ont permis une croissance de 8,5 % l'an de la consommation.

## Des risques de surchauffe ?

Les instances communautaires se sont essentiellement préoccupées de l'évolution de l'inflation. Celle-ci a culminé à 7 % en novembre 2000, alimentée par la hausse des prix des importations, de l'énergie et des loyers. Le glissement annuel de l'IPCH s'est cependant stabilisé autour de 4 % depuis le début de l'année 2001, inflation toujours supérieure à la moyenne de la zone euro (graphique 2).

GRAPHIQUE 2 : INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ

En %, m/m -12



Source : Eurostat.

Le marché du travail a montré des signes de saturation. Depuis 1993, la population active s'est accrue de 40 %, tandis que le taux de chômage est tombé de 16 % à 3,6 %. Les politiques d'incitation au retour des émigrés irlandais sont de moins en moins efficaces et les marges de manœuvre sur le taux de participation des femmes ne sont plus aussi amples : ce taux est passé de 45 % en 1990 à 63 % en 1999 pour les femmes de 25 à 54 ans, contre 69,5 % dans l'ensemble de la zone euro. L'orientation budgétaire choisie accentue encore la pression sur les ressources de l'économie. En effet, la croissance de l'emploi public prévue dans le budget 2001 devrait absorber une partie de la croissance de la population active. Par ailleurs, des goulets d'étranglement en infrastructures apparaissent. La demande croissante d'électricité pourrait rapidement buter sur les contraintes de production. La libéralisation du secteur ne devrait pas améliorer la situation, les bas prix pratiqués décourageant les entrants potentiels. L'aggravation des encombrements sur le réseau routier et les transports publics est également alarmante. Le Plan de développement national 2000-2006 prévoit des dépenses en infrastructures (transport, eau, assainissement) de 5,3 % du PIB chaque année, ce qui risque d'aggraver les tensions actuelles dans le secteur de la construction.

Les risques de surchauffe doivent toutefois être relativisés. Deux spécificités caractérisent l'évolution des prix. Tout d'abord, l'Irlande a moins que les autres pays de la zone euro la maîtrise de l'inflation puisqu'elle est plus sensible au renchérissement des importations en dollars et au prix de l'énergie (en effet, 80 % des importations irlandaises viennent de l'extérieur de la zone euro). Plus fondamentalement, l'inflation s'explique par un effet de rattrapage de niveau de prix. En situation de suremploi, l'économie irlandaise a besoin d'une appréciation réelle. En change flexible, cette appréciation se serait traduite par une hausse tendancielle des taux de change nominal et réel. Dans l'UEM, c'est un ajustement des salaires et des prix qui est nécessaire : il passe obligatoirement par une inflation plus forte. Plus d'inflation permet une appréciation réelle du taux de change et une érosion de la compétitivité de l'économie.

Le salaire horaire a augmenté de 8 % en moyenne en 2000, mais les gains de productivité ont été de 5,5 % et la hausse du prix du PIB de 6 %. Il devrait encore accélérer à 10 % en 2001.

Les efforts gouvernementaux pour limiter l'augmentation des salaires sont importants. Pour freiner la spirale prix-salaires, le *Programme for Prosperity and Fairness*, négocié au début de 2000, prévoit des hausses modérées des salaires d'ici à 2002, la modération salariale étant compensée par des réductions d'impôt. Aussi le budget 2001 a-t-il été présenté comme une manière de préserver le partenariat social. Pourtant, une diminution des impôts en période de forte croissance de la consommation devrait aggraver encore la situation de surchauffe du marché des biens. Outre des engagements contraignants de baisse des impôts, le budget comporte une augmentation contrôlée des dépenses publiques. Contenir les dépenses dans une situation de fort excédent budgétaire et de revendications de l'opinion pour redistribuer cet excédent est déjà très ambitieux.

## Une politique budgétaire finalement adaptée

Compte tenu du ralentissement en cours de la croissance en Europe, le programme irlandais n'apparaît plus pro-cyclique. Les signes de modération du rythme de croissance de l'activité en Irlande se multiplient. La fièvre aphteuse, dont un seul cas a été recensé au début de l'année 2001, aura finalement eu un impact limité. Les exportations de viande et de produits laitiers ont repris rapidement. En revanche, si les restrictions des déplacements des touristes liées à la prévention face à la fièvre aphteuse n'ont pas duré, on s'attend à une chute du nombre de touristes américains en 2001 et 2002 (le tourisme représente environ 5 % du PIB). La croissance plus faible des rentrées fiscales et des crédits au secteur privé confirme le déclin graduel de la croissance. La baisse de l'activité dans la construction de maisons individuelles et la chute des ventes de voitures particulières confirment un ralentissement de la consommation privée après le boom de 2000. L'Irlande, petite économie très ouverte, est affectée par le ralentissement du commerce mondial et par le retournement du secteur des nouvelles technologies. Alors qu'elle s'était imposée depuis 1999 comme le premier exportateur mondial de logiciels devant les Etats-Unis et qu'un tiers des ordinateurs vendus dans l'Union européenne provient d'Irlande, cette spécialisation fragilise cette année la vigueur des exportations irlandaises. Les entreprises des secteurs des technologies de l'information, souvent des entreprises multinationales, sont affectées par le ralentissement des investissements et annoncent des suppressions d'emplois. C'est le secteur le plus performant de l'économie qui ralentit actuellement. Certes, il semble que les décisions des entreprises américaines de suppressions d'emplois en Irlande sont plus dues au retournement des perspectives de développement du secteur informatique qu'à des problèmes de compétitivité de l'économie irlandaise, où les coûts de production unitaire demeurent inférieurs à ceux de ses partenaires européens. Toujours est-il que le Premier Ministre a annoncé une révision de la politique d'immigration, plus accommodante depuis peu. L'indice des directeurs d'achats pour l'Irlande indique en août 2001, pour la première fois depuis la création de l'indicateur en 1998, un ralentissement de l'activité dans l'industrie manufacturière. Ceci tempérera certainement les contraintes de capacité et les augmentations salariales.

La politique budgétaire expansionniste du budget 2001 compense finalement l'impact du ralentissement mondial. La consommation des ménages serait soutenue par les réductions fiscales tandis que l'investissement public et la demande de logements compenseraient l'affaiblissement de l'investissement productif. Le tassement de l'augmentation de la population active freine les possibilités d'expansion de l'emploi et compense les nombreuses annonces de suppression d'emplois au cours de l'été 2001. Par ailleurs, la forte croissance de la productivité a atténué les tensions sur l'offre en 1999 et 2000. Une poursuite de gains de productivité importants, s'ils ne sont pas freinés par le ralentissement de l'activité dans les NTIC, permettrait un atterrissage en douceur de l'économie irlandaise.

En tout état de cause, l'efficacité d'une politique budgétaire restrictive aurait été limitée par l'attente d'une baisse ultérieure des impôts, compte tenu du niveau élevé du surplus budgétaire. Une rigueur budgétaire, qui aurait encore accru ce surplus, aurait forcément été perçue comme temporaire et n'aurait guère empêché les ménages d'augmenter leur consommation.

## Quel degré d'indépendance pour conduire une politique budgétaire dans l'UE ?

Un dérapage localisé des prix en Irlande explicable par des facteurs spécifiques ne fait pas peser de risque de déséquilibre macroéconomique sur la zone euro. La recommandation de ses pairs vise donc essentiellement à renforcer la crédibilité et la cohérence de la politique économique européenne. En l'absence de réaction communautaire, chaque pays aurait pu se sentir autorisé à mener une politique budgétaire expansionniste, faisant alors peser des risques sur les prix et sur un resserrement monétaire de l'ensemble de la zone. Strictes en terme de discipline budgétaire et de solvabilité, les règles définies dans le traité de Maastricht et dans le Pacte de stabilité ne concernent pas la coordination fine des politiques budgétaires à l'intérieur de l'Union monétaire. L'épisode irlandais repose donc la question récurrente d'une définition précise des règles de conduite des politiques économiques dans l'UEM.

La première recommandation des Etats membres à l'égard d'une politique budgétaire est motivée par l'inflation. Actuellement, la coordination des politiques économiques se limite à prôner une réduction de l'endettement des pays membres et une diminution des dépenses publiques. Or la situation de l'Irlande diffère de celle de ses partenaires européens. Avec une population plus jeune (le ratio de la population âgée de plus de 60 ans à la population âgée de 20 à 60 ans n'est que de 28 % en 2000 et ne sera que de 39 % en 2020, contre 40 % et 54 % pour l'Union européenne), les perspectives de son système de retraite ne sont pas aussi préoccupantes. Par ailleurs l'Irlande a un besoin aigu d'infrastructures publiques. Ceci autorise à moyen terme une réduction du surplus budgétaire, qui peut passer par une réduction de la pression fiscale ou par une augmentation des dépenses publiques. A terme, celle-ci doit s'accompagner d'une hausse du niveau du taux de change de l'Irlande donc d'une inflation temporairement plus forte. Si une coordination des politiques économiques européennes plus importante est souhaitable, elle doit tenir compte de la situation conjoncturelle et des particularités structurelles de chaque pays ■