



UEM : LE BOUT DU TUNNEL ?

C'est maintenant une quasi-certitude : l'UEM entrera en vigueur le 1^{er} janvier 1999. Sa configuration sera définie dès début mai 1998. Depuis le rapport Delors de 1989, sa longue gestation a été rythmée par la crise du SME, la faiblesse de la croissance, la reprise de la hausse du chômage et le gonflement des dettes publiques. Le Traité d'Amsterdam aurait dû définir les nouveaux contours institutionnels de l'Europe. Mais, la plupart des signataires reconnaissent déjà qu'il n'est pas à la hauteur des enjeux de la construction et de l'élargissement de l'UE. L'absence d'un projet européen fort et affirmé, l'impossibilité d'aboutir à une architecture institutionnelle satisfaisante, le manque d'harmonisation des politiques structurelles (sociale, fiscale, environnement, etc..) révèlent les divergences et les doutes des gouvernements (et des peuples) européens, qui n'ont pas choisi clairement entre une Europe des Etats et une Europe fédérale où le pouvoir communautaire, et son contrôle démocratique, seraient renforcés.

Une UEM à 11 est aujourd'hui la configuration plus probable : les pays réticents (Royaume-Uni, Danemark, Suède) ne semblent pas prêts à se laisser convaincre ; par contre, les pays méditerranéens (à l'exclusion de la Grèce) devraient entrer dans le premier cercle, compte tenu des efforts importants qu'ils ont effectués en matière d'inflation et de finances publiques. Avec l'UEM la politique monétaire européenne devrait enfin pouvoir dépendre de la situation de l'ensemble de l'Europe et non plus seulement de celle de l'Allemagne. Mais le Traité d'Amsterdam n'établit pas les bases d'une coordination des politiques budgétaires et monétaires et n'exclut pas que soient reconduites les politiques économiques qui ont précipité et prolongé la crise des années quatre-vingt-dix. L'espoir demeure cependant que la logique interne de l'UEM et du Marché unique (interdépendance accrue des conjonctures et des politiques économiques, nécessité d'harmonisation des structures fiscales, sociales et financières) fasse évoluer l'UE vers un système mieux organisé et plus efficace.

SME : grandeur et décadence

Entre 1987 et 1992, le SME a bénéficié du regain de croissance en Europe. Malgré le flou sur les engagements des Etats-membres, les parités sont restées stables. L'adhésion de trois nouveaux pays, l'Espagne, le Portugal et surtout le Royaume-Uni a constitué une consécration. Mais la réunification allemande (1990-1991) a mis en évidence les coûts du système lorsque les conjonctures des pays-membres

ne sont pas similaires, en particulier quand c'est le pays-pivot du système qui s'écarte de la moyenne. La nécessité d'une réforme devint alors une exigence, portée en particulier par la France. Après 1990, la croissance ralentit fortement en Europe, ne s'élevant plus qu'à 1,5 % puis à 0,9 % en 1991 et 1992. L'absence de stratégie coordonnée aboutit à une configuration inadaptée des politiques monétaires et budgétaires : les taux d'intérêt réels restèrent à des niveaux élevés (5,1 % en 1991, 6,4 % en 1992) tandis que les déficits publics se creusèrent, sous l'effet de la chute automatique des rentrées fiscales, de la hausse des taux d'intérêt réels et de quelques mesures de soutien. Le Traité de Maastricht, présenté comme le sésame d'un retour de la croissance, contraignit avant l'heure les pays européens à suivre des normes rigides de politique économique. Dès lors, les marchés ne tardèrent pas à évaluer que de nombreux pays ne pourraient soutenir simultanément leur activité intérieure, respecter les critères de finances publiques et maintenir leur taux de change. A l'automne 1992 l'Italie et Royaume-Uni furent contraints à sortir du système, tandis que la peseta, l'escudo et la livre irlandaise durent se déprécier, le franc et la couronne danoise subissant des attaques spéculatives répétées ; cette période chaotique s'achèva en août 1993 par l'élargissement des marges de fluctuation dans le SME.

Les critères de convergence entraînent une surenchère restrictive qui pèse durablement sur la croissance : en 1993, le PIB de l'UE recula de 0,5 %. La politique monétaire des Banques centrales s'alignèrent sur celle de la Bundesbank ; les taux d'intérêts réels demeurèrent durablement élevés dans les pays du Nord (4 % en Allemagne, 6,4 % en France) alors que les menaces inflationnistes y avaient disparu. Renversant causes et effets, cette rigueur monétaire trouva une justification momentanée dans la dégradation des finances publiques, et la pénurie d'épargne qu'elle était censée engendrer. Une stratégie plus coopérative aurait nécessité une forte baisse des taux d'intérêt dans l'UE quand celle-ci était en bas du cycle et aurait limité les politiques restrictives aux pays qui en avaient effectivement besoin en raison d'une inflation excessive. L'Allemagne aurait dû choisir au moment de la réunification une politique budgétaire moins expansive et une appréciation du mark. Lorsqu'à partir de 1994 s'engage une forte baisse des taux d'intérêt, le taux de chômage européen s'est accru de 3,2 points, passant de 7,7 à 10,9 % entre 1990 et 1995. Le contraste d'une croissance exceptionnellement soutenue de l'économie mondiale (3,1 % en moyenne annuelle entre 1990 et 1996 contre 1,7 % dans

l'UE) et d'une Europe engluée, confirme qu'il existe un problème spécifiquement européen.

Finalement, les critères devraient être atteints plus facilement que prévu au début de 1997. Tous les pays de l'UE, sauf la Grèce, devraient avoir un taux d'inflation inférieur à 2,5 % en 1997. La convergence des taux d'intérêt s'affirme. En octobre 1997 les taux longs des 11 pays candidats allaient de 5,6 % (RFA) à 6,3 % (Italie), le Royaume-Uni étant à 6,6. La convergence des taux courts est moins nette, étant donné les objectifs et les contraintes différents des Banques centrales : si la plupart des pays candidats sont proches des 3,3 % allemands, l'Espagne reste à 5,2, le Portugal à 5,4 l'Irlande à 6,2, l'Italie à 6,7 (et le Royaume-Uni à 7,2). La convergence des politiques monétaires posera donc problème en 1998. Avec l'aide de l'appréciation récente du dollar, la croissance reprend en 1997 et 1998 facilitant la réalisation en 1997 du critère de déficit public de 3 % du PIB par tous les pays candidats, à 0,2 point près. Par contre, le critère de dette publique que 4 pays candidats (Allemagne, Autriche, Belgique, Italie) ne vérifient pas, même dans une lecture en tendance, a été sagement oublié.

La politique économique en UEM

Cette issue heureuse ne doit pourtant pas faire illusion. La croissance et l'emploi ont été lourdement affectés par les choix effectués en Europe depuis 1990. Si l'UEM soulève un débat, ce n'est pas tant sur l'introduction de la monnaie unique, que sur l'organisation future de la politique économique. Deux stratégies macroéconomiques s'opposent. Pour les uns, l'UEM fournit l'occasion de recréer un vaste espace économique relativement fermé (le taux d'ouverture de l'UE n'est que de 9 %), où la politique économique pourra retrouver son efficacité. L'Europe pourra mieux protéger son modèle social. La puissance de l'euro permettra de pratiquer de bas taux d'intérêt donc un taux de change favorable à la compétitivité européenne. Mais, rien ne garantit que la Banque Centrale Européenne (BCE) pratiquera cette politique. Elle nécessite l'existence d'un gouvernement économique européen, capable de dialoguer avec la BCE et d'organiser les politiques budgétaires. Evoqué à Amsterdam, un tel gouvernement n'est pas prévu dans le Traité. Il pose de délicats problèmes de souveraineté : les pays sont-ils prêts à abandonner la politique budgétaire à un Conseil européen ?

Au contraire, selon la vision libérale, l'Europe souffre essentiellement de marchés du travail trop rigides, de salaires trop élevés, en particulier du fait d'une fiscalité et de charges sociales trop lourdes, d'une présence excessive de l'Etat, de réglementations pléthoriques. L'UEM doit être l'occasion de mettre en œuvre une nouvelle politique économique, capable de séduire les marchés financiers. Il importe d'assurer l'indépendance de la BCE, de pratiquer une politique d'euro fort, et de réduire les marges de manœuvre des politiques budgétaires. Chaque pays devra améliorer ses conditions d'offre en réduisant ses dépenses publiques. Dès lors la coordination des politiques budgétaires pourrait être dangereuse, en incitant les pays à pratiquer ensemble des politiques expansionnistes déséquilibrantes. Cette vision, qui prévaut à l'heure actuelle en Europe, freine l'organisation de la stratégie macroéconomique dans l'UE.

La difficulté essentielle de l'UEM sera de rendre compatible une politique monétaire unique menée par la BCE, avec des politiques budgétaires autonomes, des conjonctures économiques spécifiques, des marchés du travail et des structures économiques hétérogènes. Le Traité d'Amsterdam a dessiné une organisation précise mais dont la viabilité n'est

pas assurée : une BCE indépendante ayant essentiellement un objectif de lutte contre l'inflation ; des limites, un processus de surveillance et des sanctions pour les déficits publics, inscrits dans un *Pacte de stabilité*. Par contre, le Traité n'organise explicitement ni la coordination entre la politique monétaire et les politiques budgétaires, ni la coordination des politiques budgétaires entre les différents pays. Certes, la proposition franco-allemande récente faite à Munster le 15 octobre d'instituer un «Conseil de l'euro» va dans ce sens, et pourrait à terme constituer un embryon de gouvernement économique. Mais le Conseil actuellement envisagé (reste à le faire entériner par les 15) demeurerait informel, souffrant ainsi d'une forte dissymétrie par rapport aux institutions et aux règles monétaires et budgétaires très formalisées et contraignantes. En cas de choc généralisé en Europe, quel sera le partage des rôles entre la BCE et les autorités budgétaires ? Est-on sûr que des comportements autonomes des autorités monétaires et budgétaires aboutiront spontanément à une combinaison efficace ? De surcroît, la mise en place de l'UEM survient dans une période économiquement difficile : certes l'inflation est vaincue, mais l'Europe souffre d'une croissance trop lente, de la persistance du chômage de masse et d'une hausse tendancielle des dettes publiques dans de nombreux pays. Entre la BCE, la Commission européenne, le Conseil européen, le Conseil de l'euro, les Etats, comment une stratégie économique efficace de soutien et de consolidation de la croissance pourrait-elle être décidée et mise en œuvre ?

La politique économique et le Pacte de stabilité

Le Pacte de stabilité prolonge le plafond de 3 % pour les déficits publics. Par contre, la norme de dette publique n'est plus évoquée explicitement, les signataires s'étant rendu compte que l'inertie de la dette ne permet pas de l'utiliser comme guide pour la politique de court terme. Il s'explique par la crainte de voir certains pays pratiquer des politiques budgétaires laxistes. En l'UEM, en effet, les bénéfices d'une politique budgétaire expansionniste isolée sont relativement concentrés sur le pays initiateur ; par contre, les coûts de cette politique (déficit extérieur, hausse des taux d'intérêt) sont dilués dans l'ensemble de l'Union. L'UEM introduirait alors un biais vers des politiques budgétaires trop expansionnistes. Toutefois, cette problématique n'intègre pas le fait que dans certains cas le déficit public est nécessaire, d'autant plus que, en Union monétaire, la politique budgétaire doit compenser la perte au niveau national de l'instrument que constituait la politique monétaire. Dès lors, fixer une limite stricte aux déficits publics apparaît peu pertinent. Le Pacte n'est tenable que si, face à une baisse de la demande généralisée en Europe, la politique monétaire de l'Union est assouplie. Face à une baisse limitée à un seul pays, le creusement du déficit public dans le pays touché est inéluctable.

Le Pacte de stabilité face à une récession en Europe

Le Pacte obligerait les pays qui auront en 1997 des déficits très proches de 3 %, à maintenir des politiques budgétaires restrictives en 1998-1999, de manière à regagner des marges de manœuvre et à atteindre en conjoncture moyenne une situation équilibrée. Dans le passé, l'UE a enregistré une augmentation de son déficit public de 3,7 points de PIB de 1973 à 1975 puis de 4,1 points de 1989 à 1993. Que se passerait-il, compte tenu des niveaux actuels de déficit, si l'UE connaissait une récession comparable ? Pour illustrer cette question, nous analysons les conséquences d'une baisse de 2 points de PIB de la demande privée dans l'ensemble de

l'UE, ce qui correspond à peu près au choc observé entre 1990 et 1993. Partant d'une situation où les déficits publics auraient été réduits à 2 % du PIB en 1999, on peut imaginer trois stratégies :

- Les Etats augmentent leurs dépenses de manière à stabiliser complètement la production. Le déficit public augmente alors de 2,4 points de PIB au bout de 3 ans. Cette stratégie active est incompatible avec le Pacte de stabilité.

- La politique budgétaire laisse jouer les stabilisateurs automatiques, et ne cherche pas à respecter le Pacte de stabilité. La hausse du chômage et la baisse de l'inflation conduisent la BCE à réduire le taux d'intérêt ⁽¹⁾, provoquant une dépréciation de l'euro. Malgré cela, les pays de l'UE enregistrent au bout de 3 ans une baisse de leur PIB de 3,4 %, et une hausse de leur déficit public de 1,9 point de PIB (tableau 1).

- La troisième stratégie ajoute à la précédente les contraintes imposées par le Pacte de stabilité. La politique budgétaire reste passive la première année ; mais, face à la dégradation du déficit public, elle devient restrictive : les dépenses publiques diminuent de 1,5 point de PIB ⁽²⁾, ce qui amplifie le recul de la production qui atteint 4,3 % du PIB. Ce n'est donc qu'au prix de politiques budgétaires procycliques que le déficit public peut rester limité à 3 % du PIB. Dans nos simulations, le coût en activité de la troisième stratégie par rapport à la première est élevé (4,3 % de PIB), pour un gain limité en solde public (0,9 point de PIB).

1. La politique budgétaire en cas de récession généralisée dans l'UEM

Choc négatif de demande privée en Europe de 2 points de PIB

Effets à trois ans	PIB ¹	Solde public ²	Taux d'intérêt ³	Taux de change ⁴	Inflation ³
Politique budgétaire :					
Active	0,0	-2,4	0,0	0,0	0,0
Passive	-3,4	-1,9	-1,8	9,4	-1,0
Pacte de stabilité	-4,3	-1,5	-1,6	11,8	-0,7

¹ En écart relatif en % ; ² écart en point de PIB, ³ écart en point, ⁴ écart en %, un chiffre positif représente une dépréciation vis-à-vis du dollar.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Quel rôle peut jouer la BCE ?

Dans quelle mesure un assouplissement de la politique monétaire en Europe peut-il stabiliser l'activité économique ? En supposant que la politique budgétaire se résume aux stabilisateurs automatiques (deuxième stratégie) la BCE doit provoquer *ex ante* une baisse des taux d'intérêt courts de 4,5 points afin de stabiliser la production à horizon de 3 ans ⁽³⁾.

Une politique monétaire active permet donc d'éviter le creusement des déficits publics et de ne pas buter sur la contrainte budgétaire du *Pacte de stabilité*. Elle pose cependant quatre problèmes. Elle nécessite que les taux d'intérêt nominaux ne soient pas à un plancher. La stabilisation par la politique monétaire est plus inflationniste que celle par la seule politique budgétaire. Elle s'effectue en grande partie grâce à des gains de compétitivité sur les pays non-européens :

(1) Dans Mimosa, la BCE réagit comme la Bundesbank actuellement : elle baisse de 1 point le taux d'intérêt quand le chômage augmente de 1 point et de 1,5 point quand l'inflation baisse de 1 point.

(2) Une baisse de 0,8 % serait insuffisante car le gain *ex post* n'est que la moitié de la mesure *ex ante*.

(3) Le PIB des élus baisse *ex ante* de 3,4 points et 1 point de baisse de taux d'intérêt permet une hausse de 0,7 point du PIB.

l'utilisation active de la politique monétaire pose des problèmes de coordination à l'échelle mondiale que ne pose pas celle de la politique budgétaire.

Enfin, elle suppose une répartition précise des tâches entre politiques budgétaires et politique monétaire, ainsi qu'un accord sur les objectifs d'inflation et de production. Face à une récession en Europe, les modalités prévues par le pacte ne sont donc tenables que si la politique monétaire de l'Union est nettement plus active que par le passé. Pour cela, la BCE doit se donner comme objectif de stabiliser le niveau de production.

Le Pacte de stabilité face à un choc asymétrique

Dans le cas d'un choc symétrique, il est possible de définir une politique monétaire permettant de stabiliser l'économie. Toutefois, même si la politique monétaire européenne prend davantage en charge la stabilisation conjoncturelle, elle ne peut se substituer aux politiques budgétaires nationales dans le cas de chocs frappant un seul pays. Face à un choc dépressif ne frappant qu'un seul pays, la BCE baisserait légèrement le taux d'intérêt de l'euro, mais ceci serait insuffisant pour le pays affecté initialement qui voit son activité fortement chuter (tableau 3). La gestion des politiques budgétaires en UEM ne peut donc se passer d'une analyse circonstanciée de la situation conjoncturelle des pays membres. La question est de savoir pour quelle raison un pays de l'Union monétaire voit son déficit public se creuser. Soit l'économie a subi un choc négatif de demande privée, auquel cas il est inévitable que le déficit public du pays concerné se creuse. Soit, il s'agit d'une relance publique abusive. La distinction entre ces deux cas est délicate. Elle nécessite l'analyse de l'écart d'un pays à sa production potentielle.

Afin d'illustrer les conséquences d'une politique budgétaire expansionniste de la part de certains pays membres, nous avons simulé les effets d'une hausse de 1 point de PIB de l'investissement public en Italie et dans les autres pays du Sud de l'Europe, en nous plaçant donc dans la situation redoutée

2. Effet d'une politique monétaire accommodante en cas de récession dans l'UEM

Baisse *ex ante* de 1 point des taux d'intérêt en Europe

Effets à trois ans	PIB ¹	Solde public ²	Taux d'intérêt ³	Taux de change ⁴	Inflation ³
Allemagne	0,7	0,4	-0,3	2,5	0,2
France	0,6	0,4	-0,3	2,5	0,2
Italie	0,4	0,2	-0,3	2,5	0,2
RU	0,6	0,4	-0,1	4,6	0,5
UE Nord	1,6	0,8	-0,3	2,5	0,8
UE Sud ⁵	0,9	0,9	-0,3	2,5	0,6
Nouv. UE	0,7	0,5	-0,3	2,5	0,8

3. Effets d'un choc asymétrique dans l'UEM

Hausse de 1 point de PIB de l'investissement public en Italie dans les Pays du Sud de l'UE

Effets à trois ans	PIB ¹	Solde public ²	Taux d'intérêt ³	Taux de change ⁴	Inflation ³
Allemagne	0,1	0,1	0,4	-0,3	0,0
France	0,1	0,0	0,4	-0,3	0,1
Italie	1,9	-0,4	0,4	-0,3	0,2
R.U.Uni	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1
UE Nord	0,1	0,0	0,4	-0,3	0,1
UE Sud ⁵	0,9	-0,5	0,4	-0,3	0,7
Nouv. UE	0,1	0,0	0,4	-0,3	0,8

¹ En écart relatif en % ; ² écart en point de PIB ; ³ écart en point ; ⁴ écart en %, un chiffre positif représente une dépréciation vis-à-vis du dollar ;

⁵ Hors Italie.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

par certains, où ces pays sont acceptés dans l'UEM et en profitent pour pratiquer des politiques trop expansionnistes (tableau 3). L'augmentation de l'activité dans ces pays entraîne la demande des partenaires de l'Union. Face à la hausse de l'activité et de l'inflation dans l'Union monétaire, la BCE augmente son taux d'intérêt de 0,4 point. L'euro s'apprécie faiblement (tableau 3). L'effet global sur les partenaires de l'Union est légèrement positif les premières années, et s'annule au bout de 4 ans. Il apparaît que les partenaires des pays expansionnistes ne sont pas fortement touchés : l'effet de la politique monétaire va en sens inverse de celui du choc initial, tant pour l'activité que pour l'inflation. Il est donc possible de laisser à chaque pays un certain degré de liberté pour stabiliser son activité par la politique budgétaire.

La valeur de l'Euro

Depuis le début des années 1990, la sous-évaluation du dollar, en particulier par rapport au taux de change de Parité de Pouvoir d'achat, a souvent été évoquée en Europe comme un des facteurs ayant contribué à l'écart de croissance vis-à-vis des Etats-Unis. Les gains de compétitivité résultant de la faiblesse du dollar auraient permis aux entreprises américaines d'accroître leurs parts de marché mondiales au détriment des entreprises européennes. En fait, le taux de change est avant tout une variable macroéconomique. Son niveau ne peut être uniquement jugé par rapport à une construction statistique comme la PPA. Nous dirons que le taux de change d'un pays est surévalué quant il l'oblige à maintenir un niveau d'activité trop faible — par rapport à un niveau d'emploi satisfaisant — pour obtenir un niveau acceptable de sa balance courante. Compte-tenu des politiques monétaires restrictives menées par les pays participant au mécanisme de change européen, dans le sillage de la Bundesbank lors de la réunification allemande, la surévaluation des monnaies européennes jusqu'en 1996 apparaît d'abord comme un problème européen.

Quelles combinaisons de politiques économiques, particulièrement quel niveau de change, permettraient d'améliorer la situation économique en Europe ? L'impact expansionniste d'une appréciation de 10 % du dollar (provoquée dans notre simulation par un changement d'opinion des marchés) est important en Europe et au Japon : + 0,8 % et + 1,0 % sur le PIB, respectivement, à 3 ans. Les Etats-Unis connaissent une récession modérée (tableau 4). Les balances courantes des grandes zones ne sont que marginalement modifiées : le solde courant américain se détériore de 0,1 point de PIB à partir de la troisième année, et celui de l'UE s'améliore de 0,2 point.

Partant d'une situation où les Etats-Unis sont au plein emploi et ont un déficit courant excessif (2 points de PIB), et où l'Europe est en dessous de sa croissance potentielle (de 5 %) et enregistre un excédent courant (de 1 point de PIB), une appréciation du dollar ne permet pas, à elle seule, d'assurer à la fois le retour au plein emploi en Europe et l'amélioration de la balance courante américaine. D'une part, le regain de croissance en Europe se fait au détriment de l'équilibre interne aux Etats-Unis. D'autre part, les déficits et excédents courants respectifs se renforcent, ce qui nous éloigne de l'équilibre externe⁽⁴⁾.

Aussi, le retour à une situation globalement équilibrée aux Etats-Unis et en Europe nécessite-t-il des politiques nationales appropriées. Une politique de soutien de l'activité

4. Parité de l'euro et activité économique dans l'UEM

Impact d'une appréciation anticipée du dollar de 10 %

Effets à trois ans	Etats-Unis	Japon	UE
PIB ¹	- 0,7	1,1	0,8
Solde courant ²	- 0,1	- 0,1	0,2
Taux d'intérêt ³	- 0,5	1,0	0,7
Taux de change ⁴	0,0	8,1	7,8
Inflation ³	- 0,2	0,6	0,5
Solde public ²	- 0,2	0,2	0,3
Taux de chômage ³	0,4	- 0,2	- 0,4

5. Politique budgétaire stabilisante en Europe et aux Etats-Unis

Politique expansionniste de 1,8 point de PIB en Europe et restrictive de 0,5 point de PIB aux Etats Unis

Effets à trois ans	Etats-Unis	Japon	UE
PIB ¹	0,0	1,7	5,0
Solde courant ²	0,4	0,1	- 0,5
Taux d'intérêt ³	0,0	0,0	0,0
Taux de change ⁴	0,0	0,0	0,0
Inflation ³	0,0	0,4	2,2
Solde public ²	0,5	0,4	1,2
Taux de chômage ³	0,1	- 0,2	- 2,3

¹ En écart relatif en % ; ² écart en point de PIB ; ³ écart en point ; ⁴ écart en %, un chiffre positif représente une dépréciation vis-à-vis du dollar.

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

en Europe permet de réduire l'écart à la production potentielle et s'accompagne d'une diminution de l'excédent courant, stimulant les exportations et la croissance des Etats-Unis, qui doivent mener une politique restrictive pour éviter la surchauffe et rester au plein emploi. Une stratégie permettant de réaliser le plein emploi dans les deux économies consiste en une politique budgétaire expansionniste de 1,8 point de PIB en Europe, et restrictive aux Etats-Unis, de 0,5 point de PIB (tableau 5), à taux d'intérêt nominaux inchangés. Le taux de chômage baisse de 2,3 points en Europe, conduisant à une augmentation de plus de 2 points de l'inflation. Enfin, le retour à la production potentielle en Europe est accompagné d'une amélioration sensible du solde public (1,2 point de PIB). Un tel enchaînement suppose une forte coordination des politiques budgétaires au niveau international.

Ces simulations illustrent les insuffisances et les défauts du traité d'Amsterdam dans le domaine de la coordination des politiques économiques dans l'UEM, tant en ce qui concerne la maîtrise des instruments que les objectifs assignés à chacun. En ce qui concerne le niveau des taux d'intérêt en Europe, le problème n'est pas tant de savoir s'ils seront alignés sur la moyenne des taux actuels ou sur le plus bas d'entre eux, mais qu'ils correspondent à la situation conjoncturelle en Europe, donc qu'ils restent bas tant que la production n'a pas rejoint son niveau potentiel. Les pays qui connaîtraient une forte baisse des taux d'intérêt du fait de la convergence des taux vers le bas devraient si nécessaire la compenser par une politique budgétaire plus restrictive. Il serait regrettable que la BCE se lance dans une stratégie confuse consistant à suivre des agrégats monétaires, à demande forcément instable dans la phase de transition. Il serait préférable qu'elle se donne une fonction de réaction basée sur des indicateurs simples (taux d'inflation, taux de croissance, niveau du chômage), choisis en cohérence avec les gouvernements nationaux responsables des politiques budgétaires.

(4) L'équilibre externe est défini dans la suite comme un déficit courant américain d'un point de PIB, ou un solde courant des pays de l'Union européenne équilibré.

A L' ORIGINE DE LA CRISE FINANCIÈRE : LES TIGRES D'ASIE

Quatre mois après la mise en flottement du baht par les autorités thaïlandaises, la crise financière qui s'est propagée aux autres pays intermédiaires de l'Asie en développement (Malaisie, Indonésie, Philippines) touche aujourd'hui les plus grandes places internationales. Hongkong, Wall Street et différentes places européennes entrent à leur tour dans la tourmente. Si ces débordements financiers marquent une nouvelle étape, l'épicentre de la crise reste en Asie. Dans ces pays, la crise s'explique fondamentalement par la déconnexion entre les variables financières et l'économie réelle. L'abondance de liquidités a financé la croissance et l'élargissement de la base productive, mais elle a aussi entretenu des déséquilibres majeurs qui ont atteint leur paroxysme cet été.

A la fin des années quatre-vingt, les quatre pays, aujourd'hui en crise, orientent leur stratégie d'industrialisation sur le développement des exportations de produits manufacturés, financé par un recours accru aux capitaux étrangers. La réglementation des contrôles sur les mouvements de capitaux est progressivement levée en même temps que la politique d'ancrage au dollar est renforcée pour limiter le risque de change auprès des investisseurs étrangers. Les entrées de capitaux dans ces pays sont nourries par l'abondance de liquidités internationales en quête de forts rendements (baisse cyclique des taux courts dans les grands pays industrialisés). Simultanément, la hausse du yen face au dollar de 1990 à 1995 (deuxième endaka) et le niveau élevé des coûts de production japonais ont encouragé un redéploiement des capitaux nippons vers les pays voisins. Cette situation s'est traduite par une vague sans précédent d'entrées de capitaux, bancaires et non bancaires. Les déficits courants ont été surfinancés, les réserves des banques centrales gonflées. La croissance s'est accélérée sensiblement, entraînant ces pays sur la voie d'une industrialisation rapide. Quinze ou vingt

ans après les dragons, une deuxième génération de nouvelles économies industrialisées d'Asie émergeait. Aujourd'hui pourtant, des limites ont été atteintes. L'appréciation du dollar par rapport aux monnaies européennes et japonaise depuis 1995 a modifié l'équilibre concurrentiel régional. De même, l'insuffisante maîtrise des modes de régulation internes est apparue incompatible avec la mobilité et la fluidité des capitaux étrangers.

La perte des avantages de change se combine à une concurrence intra-asiatique de plus en plus dure

La dégradation des soldes courants de ces pays en 1996 s'explique par plusieurs facteurs. La demande des pays industriels croît moins vite. Un grand nombre de pays asiatiques sont entrés dans une phase de ralentissement conjoncturel qui a affaibli le commerce régional. Le secteur de l'informatique, sur lequel la Thaïlande et la Malaisie sont largement engagées, a dû affronter une crise grave, conduisant à un effondrement des prix (jusqu'à 80 % pour les semi-conducteurs), et donc des recettes d'exportations pour les pays fournisseurs. Simultanément, l'importance des achats de produits étrangers induits par les flux d'investissements directs atténue l'impact du ralentissement conjoncturel sur les importations. Cette situation s'est traduite par la stagnation, voire la baisse, des exportations en Thaïlande, Malaisie et Indonésie, qui n'a été qu'insuffisamment compensée par le ralentissement des importations.

Mais, plus fondamentalement, l'altération par les récents mouvements de change, des avantages de compétitivité-prix des pays de l'ASEAN a attisé les conflits intra-asiatiques de répartition des parts de marché dans une conjoncture de demande affaiblie. Si les monnaies restent fondamentalement sous-évaluées par rapport à leur taux de change de parité des pouvoirs d'achat (PPA) ⁽¹⁾ avec les Etats-Unis, rendant les produits asiatiques toujours très compétitifs sur nos marchés, cette caractéristique s'explique essentiellement par le niveau de développement de ces pays (effet Balassa). Cependant, une étude du CEPII ⁽²⁾ concluait qu'en 1993, l'Indonésie, la Thaïlande et la Malaisie avaient des monnaies notoirement sous-évaluées par rapport à ce taux de change de référence, calculé à partir du revenu par tête, variable synthétique du niveau de développement d'une économie. Cet avantage de change, spécifique à ces pays (ainsi qu'à Taiwan, Hongkong et surtout Singapour) a pu momentanément masquer des problèmes de spécialisation. Mais, depuis 1995, la stabilité nominale des monnaies face au dollar et les tensions sur les prix de production ont accéléré l'appréciation réelle des taux de change asiatiques. En 1996, il semblerait que le baht thaïlandais, le ringgit malaisien et la rupiah indonésienne n'aient plus été sous-évalués par rapport au taux de change de

1. Principales caractéristiques

	Pnb/hab en \$	Pib* (volume) en %		Prix à la consommation*		Exportation* (valeur en \$) en %	
		1990- 1995	1996	1990- 1995	1996	1995	1996
Corée du Sud	9700	7,2	7,1	6,4	5,0	30,3	3,8
Taiwan	10850**	6,4	5,7	3,8	3,1	20,1	3,9
Singapour	26730	8,7	7,0	2,5	1,3	22,5	5,8
Hongkong	22990	5,6	4,9	9,3	6,0	14,9	4,0
Malaisie	3890	8,7	8,2	4,0	3,6	25,8	5,9
Thaïlande	2740	8,4	6,7	5,1	5,9	24,7	-1,3
Philippines	1050	2,3	5,7	10,6	8,4	29,3	18,3
Indonésie	980	7,6	7,8	8,6	8,0	13,4	9,7
Chine	620	12,8	9,7	10,8	8,3	20,3	1,6
Japon	39640	1,0	3,7	1,3	0,1	11,6	-7,2
Etats-Unis	26980	2,6	2,8	3,1	3,0	14,1	6,9

* Taux de croissance annuel moyen

** 1993

Sources : FMI, Banque Mondiale

(1) C'est-à-dire celui qui égalise le niveau général des prix entre les différents pays. Le rapport entre le taux de change courant et ce taux de change de PPA montre un écart qui va de 1 à 4 dans le cas de l'Indonésie, et de 1 à 3 pour la Malaisie, la Thaïlande et les Philippines.

(2) « La sous-évaluation des monnaies asiatiques », F. Benaroy et D. Janci, in Les taux de change en Asie, *Revue du CEPII*, Documentation française, 1996.

référence. Le peso philippin serait aujourd'hui même très fortement surévalué. Cette tendance apparaît encore plus nettement si l'on considère le niveau des monnaies par rapport aux devises européennes et japonaises.

La perte récente de l'avantage de change, voire l'apparition d'un désavantage pour les Philippines, rend ces pays plus sensibles à la concurrence intra-asiatique surtout dans une période de ralentissement du commerce mondial comme 1996. La Thaïlande est directement affectée par la montée des pays à bas salaires (Chine, Laos, Inde, Vietnam) qui concurrencent ses industries à forte intensité de main-d'œuvre. Les pertes de parts de marché dans l'industrie textile illustrent clairement les limites de sa spécialisation. En Malaisie, les tensions sur

le marché du travail (le taux de chômage atteint 3 %) incitent à substituer aux industries de main-d'œuvre des activités plus capitalistiques, à plus fort contenu en technologie et plus diversifiées. L'Indonésie et surtout les Philippines semblent moins affectées par ces problèmes de compétitivité.

De rassurante, la politique de change est devenue déstabilisante

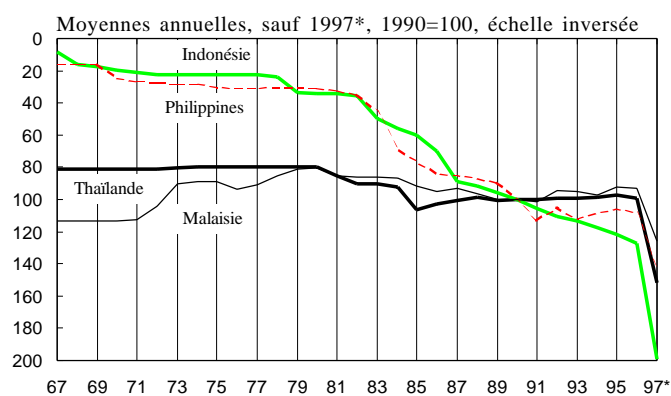
Contrairement aux économies d'Amérique latine, ces pays se distinguent par des niveaux exceptionnellement élevés de l'épargne et de l'investissement et un déséquilibre relativement modéré entre les deux variables. Au milieu des années quatre-vingt-dix, l'épargne domestique atteint 35 % du PIB en Indonésie et en Thaïlande et 42 % en Malaisie. Les dépenses d'investissement, quant à elles, représentent 30 % du PIB dans le premier pays et 43 % dans les deux autres. L'Indonésie et la Malaisie sont dans une situation apparemment vertueuse. La balance des biens et services est quasiment équilibrée, le déficit courant provenant essentiellement des transferts nets de revenus vers l'étranger. La Thaïlande pourrait présenter quelques signes de faiblesse. Les transferts nets de capitaux avec l'extérieur étant neutres, le déficit courant traduit le déséquilibre entre l'épargne domestique et l'investissement, voire un certain surinvestissement. Les Philippines semblent pâtir le plus de la faiblesse de l'épargne domestique, partiellement compensée par des transferts nets positifs (revenus des travailleurs philippins). Cette situation contraint l'investissement qui demeure le plus faible au sein des pays de l'ASEAN.

Ces caractéristiques ont longtemps rassuré les investisseurs étrangers qui y ont vu le gage d'une croissance solide, aux enchaînements vertueux. Les taux d'endettement sont relativement modérés, et la volatilité des flux de capitaux, mieux contrôlée que dans les pays d'Amérique latine. Par ailleurs, l'abondance des réserves détenues par les Banques centrales a renforcé la crédibilité des politiques de change suivies dans ces pays.

Aussi, tout au long des années quatre-vingt-dix, ces pays reçoivent-ils une masse importante de capitaux, sous forme de crédits bancaires essentiellement mais aussi d'investissements directs, bien supérieure au déficit courant (voir graphique 5). A partir de 1993, ces entrées sont soutenues par l'établissement d'un grand centre financier international *off shore* à Bangkok qui autorise les établissements locaux à emprunter en dollars. La Thaïlande devient ainsi le plus gros débiteur bancaire d'Asie après la Corée du Sud. Cette particularité, combinée à la dégradation des soldes courants, élimine progressivement la confiance des investisseurs étrangers. Les autorités monétaires sont contraintes d'intervenir pour soutenir les taux de change (hausse des taux d'intérêt réels, accords de swaps entre Banques centrales de la région⁽³⁾). Les prêts bancaires accordés à la Thaïlande reculent en 1996. Ce retrait est compensé par un repli vers le marché obligataire.

La crise de défiance reste localisée en Thaïlande bien que l'Indonésie soit elle aussi contrainte d'appliquer des taux

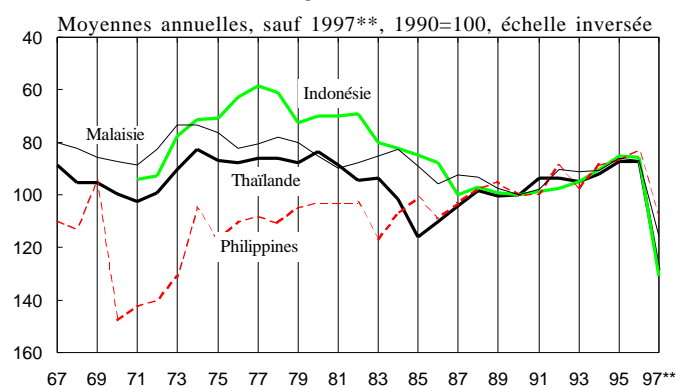
1. Taux de change nominal contre dollar



* relevé quotidien du 22 octobre 1997

Sources : FMI, The Economist.

2. Taux de change réel* contre dollar

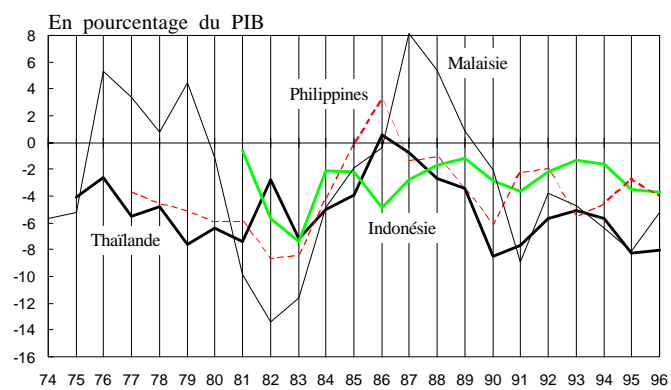


* calculés à partir des prix à la production

** relevé quotidien du 22 octobre 1997

Sources: FMI, The Economist.

3. Balance courante

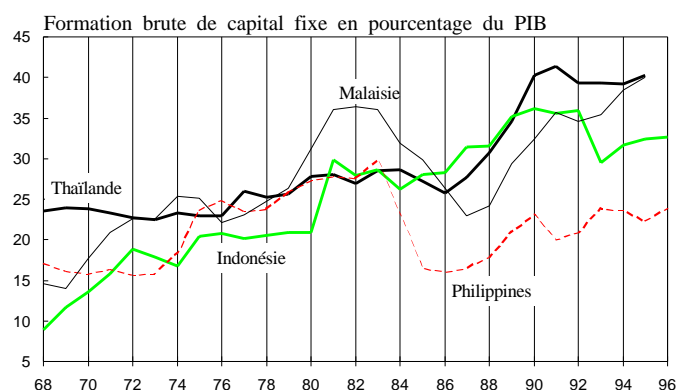


Sources : FMI, Nomura.

(3) En août dernier, la Thaïlande a reconnu avoir accumulé une dette de 23,4 milliards de dollars au titre des accords de swaps, remboursable à l'horizon de l'été 1998.

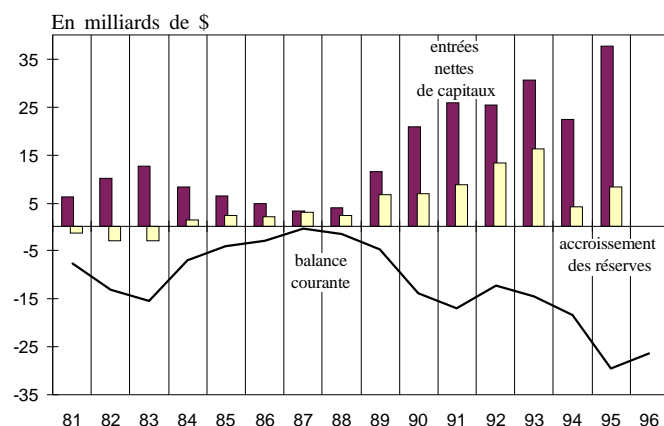
d'intérêt élevés et d'élargir la bande de fluctuation du taux de change pour faire face aux pressions baissières. Néanmoins, les capitaux privés bancaires continuent d'y affluer, tout comme en Malaisie et surtout aux Philippines.

4. Taux d'investissement



Source : FMI.

5. Financement de la balance courante agrégée des quatre pays



Source : FMI.

Abondance de capitaux ne nuit pas jusqu'au moment où...

L'abondance de liquidités injectées sur le marché intérieur n'a pu être que partiellement neutralisée par les autorités monétaires. Elle est venue alimenter une forte expansion du crédit domestique et financer la croissance rapide des années quatre-vingt-dix. La progression des crédits bancaires au secteur privé rapportée à la croissance du PIB a été beaucoup plus rapide dans ces pays-là que partout ailleurs (reste de l'Asie, Amérique latine). Déjà élevé de 1990 à 1994 (+ 10 % en moyenne par an en Indonésie, Philippines et Thaïlande, et + 3 % en Malaisie), le ratio s'accélère : + 13,1 % en Malaisie et surtout + 31,5 % aux Philippines pour l'année 1996. Le resserrement monétaire mis en place en Thaïlande et en Indonésie a ralenti sensiblement l'expansion du crédit en 1996. Aujourd'hui, le taux d'endettement bancaire du secteur privé en Thaïlande et en Malaisie atteint les niveaux moyens des pays industriels, sans cependant présenter les mêmes gages de solvabilité.

Cette fuite en avant dans l'utilisation du crédit pendant plusieurs années financé la demande et accru le potentiel productif de ces économies en développement. En même temps, elle a amplifié la montée du prix des actifs dans des

secteurs sensibles. Les hausses de prix dans l'immobilier auraient atteint jusqu'à 50 % par an en terme réel dans le centre de Jakarta et de Manille et 25 % à Kuala Lumpur. En Malaisie, la capitalisation boursière est passée de 113,6 à 315,5 % du PIB entre 1991 et 1996 ; aux Philippines, de 13,4 à 97,5 % sur la même période. Enfin, cet emballement s'est traduit par une recrudescence de l'inflation.

Le retournement conjoncturel de 1996, commun à tous ces pays sauf aux Philippines, a fait apparaître le degré de vulnérabilité du système bancaire. Suite à l'engorgement du parc immobilier, les prix se sont retournés brutalement et l'ajustement n'est pas terminé. Fortement engagées sur ces marchés à risque, les banques ont dû faire face à une montée des créances douteuses qu'elles n'avaient pas anticipée. En Thaïlande, de nombreuses banques détiennent des parts de sociétés financières très impliquées dans ce secteur. L'Indonésie et la Malaisie sont face à des problèmes similaires. La dépréciation d'actifs surévalués se superpose à la croissance du nombre d'entreprises confrontées à des insuffisances de trésorerie. Les taux de créances douteuses ont augmenté dangereusement. Elles ont été relativement bien couvertes en Indonésie, insuffisamment en Thaïlande et Malaisie.

Les limites ont été atteintes le 2 juillet dernier avec la décision de laisser flotter le baht, attaqué depuis plus d'un an. Au cours des semaines suivantes, un sentiment de doute sur la valeur des monnaies s'installe et dégénère en crise de confiance généralisée. Les monnaies des pays voisins ont été progressivement dépréciées, entraînant avec elles les marchés boursiers. A la fin octobre, les points bas ont probablement été atteints même si les marchés continuent de frémir. Depuis le début de la crise, le baht thaïlandais et la rupiah indonésienne ont perdu 33 % de leur valeur, le ringgit malaysien et le peso philippin 25 %. Comparées à la fin de 1996, les Bourses ont chuté en monnaie locale de 40 %, sauf en Indonésie où la Bourse a mieux résisté. Enfin, le resserrement monétaire reste ferme. Depuis le début de la crise, les taux d'intérêt réels de court terme ont augmenté de 15 points en Indonésie (à 23,5 %), de 1,5 point en Thaïlande (à 9 %), de 2 points en Malaisie (à 6,3 %) et de 4 points aux Philippines (à 7,3 %). L'inflation s'accélère significativement en Thaïlande et en Indonésie depuis la fin de l'été, et plus lentement en Malaisie et aux Philippines.

Les dévaluations de cet été et les politiques de resserrement monétaire ont des effets dramatiques dans ces économies. Le service de la dette s'est alourdi, plaçant l'Indonésie et la Thaïlande dans des situations précaires, une grande partie de leur dette arrivant à échéance d'ici la fin de l'année. Simultanément, la hausse des taux d'intérêt et l'assèchement des liquidités disponibles internes mettent les entreprises, confrontées à des problèmes de trésorerie, en situation d'insolvabilité (credit crunch) et entraînent des faillites en cascade détruisant des pans entiers de l'industrie. En Thaïlande, 58 institutions financières ont dû être fermées dans le courant de l'été en attendant un plan de sauvetage.

La chute en cascade des marchés est alimentée par une très forte intégration régionale

Si chacun des pays ici retenus présente ses propres fragilités, d'autres éléments concourent à l'enlisement de la

crise : l'incapacité des gouvernements à prendre les mesures crédibles pour rassurer les investisseurs étrangers, instabilité politique en Thaïlande (qui a conduit récemment à la démission du Ministre des finances) et en Malaisie (discours contradictoire entre le Premier ministre et le Ministre des finances), auxquels se superposent les incendies de forêts en Indonésie.

2. Répartition géographique du commerce extérieur de marchandises

Thaïlande	Destination des exportations % du total		Provenance des importations % du total	
	1985	1995	1985	1995
Etats-Unis	19,7	17,9	11,4	12,1
Japon	13,4	16,8	26,5	30,7
UE	19,0	15,1	14,8	15,9
NEI	15,5	23,0	13,7	15,3
Autres ASEAN	6,3	4,9	7,2	6,4

Malaisie	Destination des exportations % du total		Provenance des importations % du total	
	1985	1995	1985	1995
Etats-Unis	12,8	20,8	15,3	16,3
Japon	24,6	12,5	23,0	27,3
UE	14,4	14,2	14,4	15,2
NEI	28,9	31,5	22,4	23,7
Autres ASEAN	6,2	6,1	6,5	4,8

Indonésie	Destination des exportations % du total		Provenance des importations % du total	
	1985	1995	1985	1995
Etats-Unis	21,7	14,7	16,7	11,4
Japon	46,2	28,1	25,7	24,5
UE	6,2	15,3	17,5	19,9
NEI	16,0	20,6	13,5	16,8
Autres ASEAN	1,9	5,1	1,2	4,5

Philippines	Destination des exportations % du total		Provenance des importations % du total	
	1985	1995	1985	1995
Etats-Unis	35,9	35,8	25,1	18,5
Japon	19,0	15,8	14,0	22,3
UE	14,0	17,6	8,5	10,7
NEI	12,9	16,3	13,7	19,9
Autres ASEAN	6,0	7,1	11,9	5,9

Source : FMI.

En échange du prêt de 17,4 milliards de dollars géré par le FMI et destiné à stabiliser les réserves de change de la Banque centrale, la Thaïlande a présenté un plan de restructurations des institutions financières (fusions, ouverture plus grande aux capitaux étrangers, rachat des créances douteuses par des organismes spécialisés) et d'ajustement budgétaire. En dépit du soutien du FMI, ce plan n'a pas réussi à rassurer les marchés. Les tentatives de renégociation de la dette avec le Japon, son principal créancier avec plus de 40 milliards de dollars de

prêts, se heurtent à la méfiance des banques japonaises peu enclines à refinancer les engagements de court terme en l'absence de garanties crédibles. En Malaisie, le rejet des causes de la crise sur les spéculateurs étrangers et la maladresse des autorités ont là aussi amplifié les corrections de change. Partout, la hausse des taux d'intérêt combinée au repli des capitaux étrangers entraîne au moins à court terme un effet dépressif sur les économies, que ne suffira pas à compenser le regain de compétitivité-prix à l'exportation.

Cette tendance est amplifiée par l'importance croissante qu'a pris le commerce intra-zone depuis 1987. La part des importations en provenance de l'Asie de l'Est (NEI, ASEAN et Chine) est passée de 23,4 à 32,3 % entre 1985 et 1995. Celle des exportations, de 25,6 à 37,6 % sur la même période. La Corée du Sud et Taiwan remplacent le Japon dans son rôle de fournisseur de biens intermédiaires et de capital, et les NEI et l'ASEAN confondues sont devenues les clients privilégiés en biens de consommation des pays asiatiques (devant les États-Unis). Aujourd'hui, le Japon n'apparaît plus comme le principal fournisseur de la zone, ni les États-Unis comme son principal débouché. Simultanément, la part du commerce japonais et américain avec l'Asie a considérablement augmenté. Celle-ci est devenue le principal débouché des produits japonais à l'exportation, devançant les États-Unis, et le principal fournisseur des États-Unis, devant le Japon.

Cette intégration commerciale s'accompagne d'un vaste mouvement de réallocation des capitaux au sein de la zone. Prise dans son ensemble, l'Asie en développement est structurellement créditrice (fort excédents courant à Taiwan, Singapour,...). Or, la concurrence exacerbée que ces pays se livrent entre eux conduit à des déplacements rapides d'avantages comparatifs, avec des effets de complémentarité verticale. Ainsi, les NPI première génération ont investi massivement dans les pays de l'ASEAN. Depuis quelques années, la Thaïlande et la Malaisie délocalisent à leur tour une partie de leur production à faible valeur ajoutée vers l'Indonésie et les Philippines. La proximité des cultures et l'importance de la diaspora chinoise ne sont pas étrangères à ce mouvement.

Cette intégration commerciale et financière, davantage avancée qu'en Amérique latine, explique l'effet domino qui s'est produit en Asie. La dynamique régionale a ses revers et amplifie la culbute de ces pays pris individuellement. Aujourd'hui, les taux de change sont stabilisés mais ces pays n'en restent pas moins confrontés à une importante pénurie de liquidités. Devant l'ajustement qu'il reste à accomplir, il est probable que les capitaux étrangers fuiront pendant quelques temps vers d'autres contrées. Qui plus est, certains pays créanciers devront d'abord éponger leurs pertes (Japon, NEI) avant de réinvestir. A terme, la croissance de ces pays devrait repartir, tirant partie du nouvel avantage de change, et d'une base productive assainie. Ces perspectives devront cependant s'inscrire dans le cadre d'un nouveau mode de régulation de ces économies qui reste encore à définir.

Christine RIFFLART