

La longue marche des réformes

Les quatre articles de ce numéro portent sur le système financier japonais, les taux d'intérêt français, le fonctionnement des unions monétaires, la transition en Europe centrale et orientale. Quatre thèmes apparemment sans rapport entre eux, mais que sous-tend une même interrogation sur les mécanismes et les rythmes de la réforme économique. Il y a en effet un point commun entre la transformation du système financier japonais, la politique française d'accrochage du franc au mark, la constitution d'une union monétaire et la transition vers le marché : dans chaque cas, il s'agit (en petit ou en grand) d'un changement des règles du jeu, de ce qu'on nomme parfois un changement de régime économique.

Les quatre articles illustrent, chacun dans son domaine, la complexité, les difficultés ou les lenteurs de tels changements. La question posée est à chaque fois très spécifique : comment gérer la transformation d'un système financier cloisonné et fondé sur la communauté d'intérêts en un système ouvert faisant place à la concurrence ? comment interpréter, treize ans après la création du SME et cinq ans après la dernière dévaluation du franc, la persistance d'un écart de taux entre France et Allemagne alors même qu'un changement de parité semblait exclu ? faut-il, dans une union monétaire, fournir aux Etats une assurance contre les risques de perte de revenu par le canal de transferts budgétaires stabilisateurs ? comment analyser la récession que subissent les économies d'Europe centrale et orientale engagées dans une transition vers le marché et comment retrouver le chemin de la croissance ? Au delà des réponses précises que s'efforcent d'apporter les différents auteurs, une

leçon commune se dégage : la réforme économique est une longue marche en terrain accidenté.

Jusqu'en 1990, la finance japonaise semblait à la fois délestée de l'économie réelle et protégée des turbulences qui affectaient les marchés des autres pays. Certes, plusieurs analyses avaient attiré l'attention sur les risques d'une envolée sans frein des prix des actifs¹. Mais elles paraissaient sans prise sur la réalité. Le retournement intervenu il y a deux ans, et la plongée boursière et immobilière qui ont suivi, sont ainsi apparus comme une revanche tardive, coûteuse mais nécessaire (et initiée par la Banque du Japon) de la rationalité économique.

Michel Aglietta ne s'en tient pas à cet ordre d'explications. Car le retournement de la Bourse et de l'immobilier saisit le système financier japonais à mi-chemin d'une transformation engagée au début des années quatre-vingt, et qui visait à substituer aux solidarités organisées et à la coordination informelle les principes de concurrence et les normes de transparence de la finance internationale. Cette transformation n'est pas achevée : les agents en sont encore à faire l'apprentissage des nouvelles règles. La réforme est de plus partielle, car le gouvernement hésite sur les objectifs et la marche à suivre. C'est donc au moment précis où, fragilisée, elle était à la recherche de nouvelles cohérences, que la finance japonaise a dû affronter un choc d'ampleur comparable au krach boursier de 1929.

Cette analyse aide à comprendre que le gouvernement japonais ait réagi avec une vigueur exceptionnelle en lançant, à la fin du mois d'août, un ambitieux plan de soutien de la demande et de consolidation des bilans bancaires. Elle éclaire le renversement qui s'est opéré dans les flux de capitaux à long terme, pour lesquels le Japon est en deux ans passé d'une position exportatrice à hauteur de 67 milliards de dollars à une importation nette de 41 milliards de dollars. Au delà de ces aspects immédiats, la tourmente financière devrait cependant laisser des traces durables : si, comme le dit Michel Aglietta, le choc de 1992 invite désormais les intermédiaires financiers japonais à plus de circonspection dans leurs opérations internationales, l'économie mondiale se trouvera privée d'une source majeure de financement.

Les incertitudes sur le résultat du référendum français sur le traité de Maastricht ont porté au cours de l'été 1992 l'écart de taux d'intérêt franc-mark jusqu'à 120 points de base (1,2 point de pourcentage) pour les taux

1. Voir notamment M. Aglietta, A. Brender et V. Coudert, *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Economica 1990.

longs. Mais au printemps de la même année, avant que le « non » au référendum danois ne commence à faire douter de la perspective de l'Union économique et monétaire, cet écart était déjà de 50 à 70 points de base. Fallait-il y voir l'effet d'une anticipation de réalignement persistante, en dépit des engagements répétés des autorités françaises et des performances de l'économie ? Ou plutôt l'effet de primes de risque résultant d'asymétries structurelles entre le franc et le mark, mais compatibles avec une anticipation de fixité du taux de change ? Si la première interprétation est vraie, l'UEM – ou du moins la parité franc-mark – demeurerait imparfaitement crédible, et les autorités pouvaient espérer voir l'écart de taux se réduire encore. Si c'est la seconde, le taux d'intérêt du franc avait atteint son plancher.

Dans son article – écrit avant le référendum danois –, Patrick Artus s'attache à examiner systématiquement la portée empirique des différentes explications qui peuvent être trouvées à l'écart des taux. En l'absence d'anticipation de réalignement du cours central franc-mark, celui-ci peut provenir de primes de risque de différentes origines : du risque de change qui subsiste à l'intérieur des marges de fluctuation du SME ; d'un risque sur les taux longs en raison soit de l'endettement public, soit d'une attitude plus accommodante – ou perçue comme telle – de la Banque de France face à d'éventuels chocs inflationnistes ; d'asymétries liées au mouvement du dollar, en raison d'une moindre liquidité du marché du franc, d'un risque de change plus fort ou d'un risque politique français. Ces facteurs ne suffisent cependant pas à expliquer l'écart de taux du printemps 1992. C'est donc bien à la persistance d'anticipations de réalignement qu'il fallait l'attribuer : que ce soit en raison du choc de l'unification allemande ou d'une insuffisante crédibilité du traité de Maastricht, les marchés conservaient un résidu de doute sur le franc et la perspective de l'UEM. La crise monétaire a confirmé que le franc n'était pas à l'abri d'attaques spéculatives.

Alexander Italianer et Jean Pisani-Ferry s'intéressent, eux, au fonctionnement d'une union monétaire supposée achevée. On sait qu'un critère important pour déterminer si une zone monétaire est optimale est le degré d'asymétrie des chocs qui affectent les économies, car des chocs asymétriques par leur nature ou leurs effets font diverger les économies et rendent coûteux l'abandon de l'instrument taux de change. Dans les unions monétaires de type fédéral, cependant, une part de ces chocs est automatiquement absorbée par le budget central à travers le jeu des prélèvements et des transferts : ceci a été amplement souligné dans le cas des Etats-Unis. Or nul n'envisage que le budget communautaire atteigne

une taille fédérale. Faut-il en conclure, comme l'a fait Martin Feldstein dans un article récent, que l'union monétaire est une mauvaise idée ?²

A l'aide de simulations macro-économiques, Italianer et Pisani-Ferry s'attachent à mesurer les propriétés de stabilisation des budgets américain, allemand et français. Ils trouvent que le premier absorbe un peu moins de 20 % des fluctuations du revenu primaire des Etats, et les deux autres environ 40 %. L'union monétaire américaine fonctionne donc avec stabilisateur automatique moins puissant qu'au sein des pays d'Europe, mais cependant significatif. Or l'asymétrie des chocs est plus élevée entre pays européens qu'entre Etats américains.

Peut-on en réduire les effets ? Italianer et Pisani-Ferry examinent quel serait le coût d'un mécanisme de transfert intra-communautaire spécifiquement construit pour absorber les chocs (et non, par exemple, pour redistribuer le revenu au profit des Etats en retard de développement). Ils estiment qu'un tel mécanisme pourrait, pour un coût faible (0,2 % du PIB communautaire), jouer un rôle de stabilisation équivalent de celui du budget américain. Mais comme tout mécanisme d'assurance, il pourrait aussi avoir des effets pervers. Les architectes de l'union économique et monétaire étaient donc placés devant un choix délicat, qu'ils ont tranché par la prudence dans le traité de Maastricht³.

Cela fait bientôt trois ans que la Pologne a entamé son programme de stabilisation et de réforme. Le « package » qu'elle a alors mis en place a peu ou prou servi de modèle aux autres pays d'Europe centrale et orientale, et à la Russie (la seule exception notable étant la Hongrie, dont la transition vers le marché avait été entamée plus tôt et qui a de ce fait pu adopter des solutions plus gradualistes). Cette revue a suivi pas à pas les expériences de transition dans leurs dimensions internes et internationales. L'heure est aujourd'hui venue d'un premier bilan de ces politiques, dont les résultats sont clairement plus défavorables que les prévisions ou les anticipations initiales. Comment comprendre que la récession ait été aussi forte, et que la reprise soit si timide ? Faut-il mettre en cause l'héritage du socialisme réel, les stratégies de réforme, ou les chocs extérieurs dûs à la dissolution du CAEM et à la désagrégation de l'Union soviétique ? Faut-il incriminer la vigueur de la stabilisation, les difficultés de l'enchaînement temporel des réformes (le fameux *sequencing*), la pondération entre mesures micro — et macro-économi-

2. « The case against EMU », *The Economist*, 13 juin 1992.

3. Le traité de Maastricht porte la trace de ce débat, puisqu'en son article 103A il envisage la possibilité d'une assistance financière communautaire à un Etat membre connaissant des difficultés en raison d'événements exceptionnels échappant à son contrôle.

ques ? La recherche économique entreprend de répondre à ces nouvelles questions, qui sont moins enthousiasmantes que les débats d'il y a trois ans, mais tout aussi cruciales sinon plus encore.

La contribution à ce débat de Grzegorz Kolodko se fonde sur l'examen comparatif des performances des pays d'Europe centrale et orientale et sur une comparaison entre celles-ci et les prévisions faites au début des années quatre-vingt dix. Il développe une critique des explications usuelles de la récession et des efforts parfois faits pour en minimiser l'ampleur, et met l'accent sur ses causes macro-économiques (passage d'un régime d'excès d'offre à un régime d'excès de demande) et micro-économiques (élimination des branches à valeur ajoutée négative). A la manière du « carré magique », les « pentagones de la stabilisation » qu'il présente ensuite donnent des résultats obtenus une image saisissante, et singulièrement noire. Pour retrouver le chemin de la croissance, Kolodko plaide pour une politique économique associant à une poursuite de la stabilisation macro-économique des politiques micro-économiques plus actives dans les domaines de l'infrastructure, du financement de l'économie, de la gestion des entreprises publiques et de l'allocation des ressources. En bref, pour une intervention publique précisément dirigée, mais résolue.

Jean Pisani-Ferry

