

ITALIE, ESPAGNE :

LES BONS CHOIX RÉCENTS

DE PARTENAIRES ORIGINAUX

JEAN GARRIGUES *

Dans la lutte que se livrent les pays pour leur compétitivité de leurs économies, acquises parfois à coup de dévaluations, les politiques économiques vont perdre dès la création de la monnaie unique, des instruments de poids : l'utilisation du taux de change et le recours à des taux d'intérêt discrétionnaire. A partir de cette constatation, nous insistons sur les perspectives d'ancrage européen des économies espagnoles et italiennes dans la dernière phase préparatoire de l'UEM.

L'Espagne, un parcours spécifique vers l'intégration monétaire européenne (1994-96)

173

Une ambition européenne indéfectible...

La convergence économique nécessite une extension de la discipline monétaire et budgétaire des économies qui apparaissent les moins vertueuses. C'est le cas des économies des pays périphériques du Sud. De ce point de vue, l'attitude dominante en Espagne a toujours été celle de l'attachement sans faille au projet d'Union Monétaire. La détente actuelle sur les taux d'intérêt montre que les résultats de cette ambition sont positifs. Les exigences d'ajustement ont pourtant augmenté.

A partir du moment, en effet, où l'intégration monétaire européenne s'appuie aujourd'hui sur la politique économique et sur la convergence durable des performances économiques, l'Espagne se trouve en conséquence face à la perspective d'une cure d'austérité particulièrement sévère. Or, cette exigence intervient au moment où sa prospérité est contrainte par l'essoufflement de l'activité réelle. Les prévisions de croissance viennent, en effet, d'être révisées officiellement à la baisse (2,3 % pour 1996).

* *Economiste, Département des marchés, Service de la Recherche, Caisse des dépôts et consignations.*

... cependant insuffisante pour corriger les dysfonctionnements de l'économie.

Il est utile de revenir très brièvement sur les changements structurels induits par l'adhésion de l'Espagne à l'Union européenne - retour à la démocratie, libéralisation de l'économie et des mouvements de capitaux, politique de réindustrialisation - pour simplement noter que jusqu'en 1994 cette modernisation s'est également accompagnée de retards ou de déficits persistants dans certains secteurs de l'économie : l'évolution des prix à la consommation, la compétitivité du marché du travail et des services, le niveau de l'emploi. D'autre part, l'introduction de la peseta dans le système monétaire européen et le statut nouveau d'indépendance de la Banque Centrale n'ont pas été contemporains, dans une première phase, d'un freinage volontaire de l'inflation, d'une politique restrictive, ni de la désinflation salariale.

La situation actuelle est plus conforme aux exigences européennes

Aujourd'hui, par rapport aux échéances de la construction européenne, la situation est à bien des égards différente. Une des façons synthétiques d'apprécier cette évolution est d'analyser ce qui se passe depuis deux ans en matière de gains de compétitivité.

174

Le volume des importations et des exportations par rapport au PIB, qui traduit le degré d'ouverture vers l'extérieur, est passé de 39,1 % en 1985 à 45 % dans les années 90 et frôle les 62 % actuellement. La progression des marchés à l'exportation s'explique en grande partie par la fermeté de la demande extérieure européenne (70 % des marchés espagnols à l'exportation). Naturellement, la mollesse de la conjoncture européenne risque d'entamer cette trajectoire. Le solde courant, qui avait renoué avec l'équilibre à partir de l'été 1995 pour la première fois depuis 1987, pourrait en conséquence se détériorer.

Cependant, la progression des importations, depuis 1994, traduit encore la persistance de la faiblesse structurelle de l'offre domestique, en dépit des premières dévaluations.

Mais depuis deux ans on assiste - phénomène nouveau - au rattrapage des prix des exportations, ce que les deux précédentes dévaluations n'avaient pas réussi à provoquer. Depuis 1992, la compétitivité de l'économie espagnole s'est améliorée de presque 20 points alors que le taux de change effectif a perdu 17 points. La peseta a retrouvé en termes réels ses niveaux d'avant la crise de change de mars 1995. L'analyse de la période 1994-95 de la politique de change, des prix et des salaires montre que, récemment, les corrections nécessaires ont été apportées.

Ces deux dernières années, l'économie espagnole a subi nettement une inflation importée (5,8 % puis 6,3 % en 1995, moins de 3 % aujourd'hui) qui a empêché les prix à la consommation de s'orienter

rapidement à la baisse. Le raffermissement de la peseta depuis l'automne contribue largement à l'affaiblissement de cet effet. Dans la période précédente (1992-93), les dépréciations de la peseta n'avaient pas corrigé l'évolution du prix relatif du commerce extérieur par rapport aux prix domestiques.

Les gains de compétitivité, facteur d'amélioration des variables financières...

Les déterminants de ces changements essentiels sont à rechercher dans l'amélioration de la compétitivité-coûts, impliquant cette fois-ci durablement une moindre réaction des salaires aux accélérations nominales des prix. Les coûts unitaires salariaux ont très peu progressé depuis deux ans. Leur remontée en 1995 et une indexation de fait (après une phase très stimulante de sous-indexation) des salaires sur les prix n'ont pas pesé fortement sur la trajectoire décroissante des prix à la consommation, rendant possible l'atteinte des objectifs d'inflation fixés par la Banque d'Espagne (3,5 % en 1996, 3 % en 1997).

Les coûts de main-d'oeuvre et le comportement du taux de change réel restent donc, en termes de compétitivité et d'atout pour la convergence, une donnée clé des corrections d'un certain nombre de dysfonctionnements : le taux d'inflation (au plus bas niveau depuis mai 1970, il est passé de 4,3 % fin 1995 à 3,5 % à la fin du printemps 1996) se rapproche des exigences européennes (le différentiel reste toutefois élevé eu égard aux critères) malgré la présence d'une certaine inertie des salaires nominaux, la profitabilité à l'exportation a été rétablie, le redressement des investissements est devenu le moteur de la croissance.

L'Espagne est sortie, ces deux dernières années, d'une conjoncture défavorable et la probabilité d'atteindre (dans les délais, c'est une autre question) les objectifs européens apparaît aujourd'hui élevée. Mais être ou ne pas être dans l'UEM nous paraît aussi dépendre davantage des autorités et de l'opinion allemandes que de l'observation spontanée des progrès de convergences réelle et nominale de l'économie espagnole. La stratégie anti-inflationniste se poursuit, gage fondamental de crédibilité, la Banque d'Espagne a fortement baissé ses taux d'intervention depuis un an. Pour la quatrième fois, la détente de politique monétaire a porté les taux directeurs au niveau atteint en décembre 1994 (7,5 %).

Normalement, ce comportement devrait se poursuivre, bien que la croissance de l'économie espagnole soit un peu plus soutenue que dans la plupart des pays européens, tout en restant fortement influencée par le tassement général de l'activité en Europe. La consommation privée, avec la diminution des dépenses des ménages en termes réels, ainsi que l'investissement, fléchissent depuis de début 1996. L'évolution prévisible de l'emploi et les réformes annoncées du système des retraites

alimentent le recul de la consommation. En revanche, les restrictions budgétaires nécessiteraient un nouveau geste de baisse des taux, afin de stimuler le secteur de la construction et la situation financière des ménages et des entreprises. De ce fait, il n'est pas exclu que la Banque d'Espagne - en fonction de la performance des prix et des finances publiques - agisse indépendamment de la Bundesbank et porte les taux en dessous du seuil de 7 %, un niveau qui n'a pas été atteint de puis vingt ans.

Naturellement, le refroidissement actuel de la conjoncture et le rendez-vous de la monnaie unique dans trois ans ne sont pas étrangers à la baisse des taux espagnols. Demeure la question de la consolidation des finances publiques.

...mais en matière de déficits publics, combler les retards exige des mesures plus radicales.

Il est permis de penser qu'une recherche d'ajustement plus rapide et plus rigoureux, après la prorogation du budget 1995 pour raisons électorales, n'est pas impossible. L'environnement budgétaire est en effet très incertain, l'objectif initial de 4,3 % du PIB en 1996 paraît difficile à atteindre compte tenu du tassement de l'activité. La marge de manoeuvre sur les recettes est contrainte par les réactions du comportement des consommateurs (fraude fiscale, économie parallèle), sans doute par le niveau dramatique du chômage qui pourrait atteindre près de 23 % en fin d'année (alors que mille emplois par jour avaient été créés en 1995). Comme dans la plupart des économies périphériques du Sud, les correctifs envisagés actuellement par les autorités espagnoles passent par un remodelage de la fonction publique, par des allègements fiscaux, par un plan systématique de privatisations, par la réforme de l'assurance-vieillesse (les dépenses sociales représentent 80 % du budget espagnol).

Cette politique très restrictive, basée sur la baisse sévère des dépenses publiques et susceptible de faire baisser l'épargne privée, présenterait au regard des exigences de Maastricht davantage de crédibilité. La conjonction de taux d'intérêt bas et une croissance un peu plus vigoureuse en 1997 feraient le reste.

Tableau 1 :
Change et inflation

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Taux de change effectif (1991=100)	95,9	99,7	100	97,9	86,6	81,8	81,1	86,8
Prix des importations (valeurs unitaires moyennes, total des biens, % par an)	2,3	-3,4	-2,8	-1,2	5,2	5,8	6,3	2,1
Prix des exportations (% par an)	4,8	-2,6	-1,4	1,1	5,2	4,2	6,0	1,8
Prix de détail (% par an)	4,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,7*
Prix du PIB	7,1	7,3	7,1	6,4	4,4	4,1	4,3	3,5

* Prévisions CDC.

Source : OCDE.

Tableau 2 :
Compétitivité et commerce extérieur

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Coûts salariaux unitaires relatifs (1991 = 100) (secteur manufacturier)	90	99	100	103	90	83	84	86
Exportations (% par an, volume)	4,2	12,9	11,8	5,0	11,8	21,2	10,4	9,4
Marchés à l'exportation	5,4	10,7	10,0	7,1	-0,4	9,8	8,1	7,7
Importations (% par an, volume)	16,6	9,7	11,7	6,9	-5,8	15,2	12,7	10,0
PIB (% par an)	4,7	3,7	2,2	0,7	-1,1	2,0	3,0	2,5*
Balance courante (en Mds de \$)	-10,9	-16,9	-16,7	-18,3	-2,6	-3,9	0,2	-1,6
en % du PIB	-2,9	-3,4	-3,2	-3,2	-0,5	-0,8	0,0	-0,3
Part du revenu du capital dans le secteur des entreprises	40,9	40,6	40,6	40,2	41,2	42,5	43,1	43,3

* Prévisions CDC effectuées en avril 1996.

Source : OCDE.

Tableau 3 :
Demande et revenus (Variations annuelles)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Demande intérieure totale (en volume, % par an)	7,8	4,8	2,8	1,0	-4,1	0,7	3,3	3,4
Investissement productif hors logement (volume)	13,5	3,9	2,0	-1,4	-15,2	3,0	10,9	9,0
Investissement (volume)	13,6	6,6	1,3	-4,1	-10,5	1,0	9,3	7,1
Consommation privée	5,7	3,6	2,8	2,1	-2,0	0,9	2,3	1,8
Salaire nominal	5,4	8,7	8,7	9,4	7,5	4,7	3,6	4,5*
Coûts unitaires	4,5	7,3	6,3	6,1	3,6	1,4	3,0	2,8
Salaire réel	0,6	2,0	2,8	3,5	2,9	0,0	-1,1	0,5
Productivité	0,6	1,0	2,0	2,7	3,3	2,9	0,6	1,2
Taux de chômage	17,2	16,2	16,3	18,4	22,7	24,2	22,7	22,0**

* Prévisions CDC.

** Hypothèse optimiste avec 2,9% de croissance du PIB.

Source : OCDE.

178

Tableau 4 :
Epargne et déficit public

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Déficit public (% du PIB)	2,8	4,1	4,9	4,2	7,5	6,6	5,7	5,0*
Taux d'intérêt réel à court terme	7,9	7,8	6,2	6,8	7,2	7,2	5,1	4,0** 3,3*
Epargne des ménages	8,4	10,5	11,5	9,6	12,9	10,9	10,4	10,3

* Prévisions CDC.

** mai 1996

Source : OCDE.

Italie : l'opération vérité

Pour une économie qui ne répond actuellement à aucun des critères de convergence, faire le point de son parcours européen récent pourrait paradoxalement se résumer à trois réussites :

- la politique des revenus sur un objectif de faible inflation ;
- des ajustements budgétaires qui ont stabilisé la dette publique ;
- une crédibilité nouvelle autorisant à la fois la réduction des écarts de taux d'intérêt avec les monnaies fortes du SME et le soutien de la nouvelle parité de la lire, dans l'optique de son retour dans le mécanisme de change européen.

A ces facteurs, il faut ajouter le ciment que constituent les perspectives encourageantes d'évolutions politique et surtout constitutionnelle.

Or, l'ensemble de ces changements, très positifs, a également fait l'objet d'occasions manquées (la crise de change de 1995 et le rebond induit de l'inflation notamment) qui ont rendu ces ajustements soit coûteux, soit trop partiels ou trop lents ou nécessairement différés. L'ancrage européen de l'Italie est récent mais ne fait pas de doutes, en revanche les modalités et la date de son intégration font l'objet d'un large débat souvent contradictoire. Du fait des évolutions positives citées plus haut, le respect, en tendance uniquement, des critères d'admission à l'UEM nous paraît être de nature à accroître la probabilité d'une intégration rapide de l'Italie à l'UEM.

179

Il faut voir dans ce scénario réaliste une marge de manoeuvre en matière d'assouplissement au moment d'introduire ou non les candidats à l'Union, même si pour l'instant les marchés financiers tablent davantage sur l'alternative du report de la date de l'UEM.

Mais, comme pour l'Espagne, cette hypothèse apparaît très largement tributaire de l'économie et de la position allemande. L'essoufflement de l'économie allemande et ses corollaires, la surévaluation du Mark d'une part, les parts de marché à l'exportation, le fléchissement de la production et de l'emploi d'autre part, rendent, pour ce dernier pays, urgent et indispensable la stabilité des parités en Europe. La profitabilité d'un report de la date d'unification monétaire qui fragiliserait la lire et la peseta (voire le franc) apparaît finalement plus faible. La seule difficulté concerne l'opinion allemande qui pourrait au dernier moment attribuer à l'Italie (comme à l'Espagne) les causes de ses difficultés économiques et de ses déficits de compétitivité, en se réfugiant dans le strict respect des critères.

En retour, l'Italie trouverait dans ce scénario des encouragements à poursuivre son processus d'ajustement, celui-ci ne concernant pas seulement les déficits publics.

En effet, les perspectives de stabilité politique durable, le raffermissement de la lire, la mise en route de processus du retour de la monnaie

italienne dans le SME, l'annonce de la poursuite des efforts d'assainissement budgétaire sans pression fiscale supplémentaire renforcent actuellement la confiance des marchés sur l'Italie. Cette crédibilité accrue de convergence nominale alimente la baisse des taux et le rétrécissement des écarts de taux long terme vis à vis de l'Allemagne. Penser que le rôle politique de l'Allemagne au moment du choix des pays élus est primordial n'est en rien enlever à l'économie italienne les résultats acquis en terme de convergence (réformes structurelles de l'Etat, du marché du travail, de la fiscalité, du système d'assurance vieillesse, stabilisation à partir de 1995 de la dette publique).

Le point de départ du processus d'achèvement de convergence est à situer dans le choix de stratégie de politique économique effectué en 1992 avec, paradoxalement, la sortie de la lire du mécanisme de change européen. Il est permis de discuter des effets de ce choix stratégique, l'ajustement spontané de l'économie italienne aurait sans doute entraîné une diminution progressive de l'inflation mais le déficit budgétaire serait resté supérieur à 10 %. A long terme, ce statu quo n'était plus tenable, avec des taux d'intérêt réels très supérieurs au taux de croissance et donc une dette publique incontrôlée.

Paradoxalement encore, le choc de 1992 a fait de l'Italie l'otage des critères de Maastricht, la réduction volontariste des déficits publics étant devenue inéluctable.

180

L'apport de cette rupture de stratégie macro-économique a été remarquable, les déficits extérieurs en particulier se sont rapidement contractés, les réformes de l'Etat ont été engagées, les réformes des pensions mises en place, la désindexation salariale approuvée. Le dynamisme de l'activité économique a été soutenu pour la hausse des marchés à l'exportation et surtout par le très nette amélioration de la compétitivité.

Le boom sur les exportations a accentué le mouvement des investissements alors que dans le même temps la politique d'ajustement budgétaire et le fléchissement de la demande intérieure ont eu des effets désinflationnistes très importants. La baisse du taux de change n'a pas été compensée par des hausses salariales et les gains de compétitivité n'ont pas été annulés. De 1992 à 1995, les prix des exportations des produits manufacturés sont en ligne avec les prix du marché domestique. Les prix relatifs à l'exportation dans le secteur manufacturier n'ont pas cessé de reculer. A l'opposé, on peut remarquer que les prix relatifs à l'exportation sont pratiquement stables en Allemagne sur cette période. Depuis 1994, les marges bénéficiaires à l'exportation sont restées aux niveaux élevés de 1993.

L'indice de rémunération horaire des employés du secteur manufacturier a chuté de 26 points entre 1992 et 1995.

Les coûts salariaux italiens ont reculé de 21 % par rapport à ceux des États-Unis, ceux de l'Allemagne sont 2 fois plus élevés sur la période 1992-95. Au total, les coûts unitaires du travail et le taux de change réel restent en terme de compétitivité les données clés de ces trois dernières années. Compte tenu de la dégradation du climat conjoncturel actuel (lire moins compétitive notamment), l'économie italienne ne peut - en terme de convergence - s'appuyer uniquement sur ces résultats.

On ne peut pas faire abstraction des faiblesses de la politique salariale et de ses effets sur l'évolution des prix. Sans correction, il est probable que le processus de convergence arriverait à son terme pour deux raisons :

- d'une part le renchérissement de la Lire et le tassement de la demande domestique freinent le secteur concurrentiel (la lire s'est appréciée de plus de 15 % par rapport au DM depuis un an) et la consommation privée ;

- d'autre part le rattrapage salarial sur 1995 se traduirait seulement par un transfert de gains de pouvoirs d'achat (pourtant complètement absents depuis 1993) vers l'épargne.

C'est pourquoi les effets des revalorisations salariales sur l'inflation prennent un relief tout particulier. Ils pourraient donc figurer comme un des déterminants essentiels de l'évolution financière et de la participation en temps voulu de l'Italie à l'Union Monétaire.

181

Les résultats acquis depuis trois ans ne sont pas en cause et les perspectives conjoncturelles mettent déjà en jeu des mécanismes désinflationnistes non négligeables (La Banque d'Italie prévoit une croissance affichant 1,5 % en 1996, la moitié du niveau atteint en 1995).

La flambée inflationniste a été évitée en 1993 avec la fin de la boucle prix-salaire. Mais sans relance de la politique des revenus, la trajectoire désinflationniste apparaît insuffisante. La lire ne pourrait poursuivre sa consolidation actuelle et le différentiel de taux avec l'Allemagne pourrait se stabiliser au lieu de diminuer. Les déficits publics seraient aggravés, avec vraisemblablement un niveau proche de 5 % du PIB en 1997, loin par conséquent des critères de convergence.

L'absence de relance de la politique salariale serait très vite interprétée de la façon suivante :

- la politique des revenus initiée sous Amato et Ciampi en 1993 comportait trop de lacunes ou de faiblesses (caler la sagesse des prix sur l'inflation programmée sans tenir de la perte de change après dévaluation ni de l'impact des hausses d'impôts indirects, soit 0,8 % sur l'indice des prix en 1995). Le risque d'avoir des revalorisations salariales annulées par l'inflation est donc réel ;

- on aurait le sentiment que les ajustements budgétaires nécessaires sont différés, que les déficits publics sont bloqués à leur niveau actuel.

Or, un point de moins d'inflation pourrait provoquer un point de moins sur les taux d'intérêt. Une baisse de un point de taux d'intérêt équivaut à 20000 mds de lire d'économie pour l'Etat et à 6000 mds d'économie pour les entreprises, soit globalement le correctif budgétaire supplémentaire de 1996, soit un peu plus de 1 % du PIB.

Ces enchaînements, - pas de recul significatif et durable de l'inflation, pas d'assainissement volontaire et drastique des finances publiques, pas de baisse des taux directeurs - pourraient en conséquence retarder pour l'Italie la dernière période de préparation à l'UEM. Les préoccupations des marchés financiers sont attachées dans le long terme aux objectifs d'inflation. La prime de risque sur les taux d'intérêt italiens reflète à la fois la réputation de cette économie face à l'inflation et l'ampleur de la dette publique (double des objectifs de Maastricht). C'est la raison pour laquelle les résultats favorables récents enregistrés en matière de contrôle de l'inflation ne se sont pas traduits par une baisse sensible des taux réels à long terme. Une des caractéristiques italiennes en matière d'évolution des prix (à la production comme à la consommation) est que ceux-ci réagissent très rapidement à la croissance de la demande et à la dépréciation de la lire mais présentent quelque inertie à la baisse lorsque la demande ralentit et que le change s'apprécie. Une politique monétaire restrictive est donc tenue d'agir en fonction de ce biais inflationniste. De ce fait, cette asymétrie fait que le différentiel d'inflation avec l'Allemagne est toujours proche de 3 %.

La poursuite de la convergence — et les gains de crédibilité qui y sont attachés — consisterait donc à revenir sur les conditions de la politique des revenus (inflation et compétitivité en dépendent), à procéder à la baisse des taux d'intérêt, et à mettre en place un correctif budgétaire conséquent.

Faisant le bilan de convergence de ces deux dernières années, procéder à la baisse des taux, ce que les marchés attendent, est l'opportunité que l'économie italienne n'a pas pu saisir à la charnière de 1994-95. Les conditions pour disposer des moyens de persévérer dans l'inflexion de la dérive des finances publiques pourraient être réunies : parité défendable, inflation maîtrisée, baisse des taux.

Enfin il faut tenir compte d'un changement de taille : les règles du jeu économique ne seront pas politiquement perturbées, la réforme constitutionnelle en est la clé, la situation actuelle est donc très différente de celle du compromis historique de 1970.

Tableau 5 :
Finances publiques (en % du PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998*
Excédent primaire	0,9	3,41	4,27	5,28	5,95
Dette publique brute	124,0	123,84	122,12	119,25	115,39
Intérêts nets sur la dette	10,6	10,80	10,11	9,64	8,96
Déficit budgétaire	9,4	7,39	5,84	4,41	3,01
Inflation	4,7	5,4	4,3**	3,5**	2,5
Croissance du PIB	2,1	3,0	2,0**	2,7**	3,1

Sources : ISTAT, Banque d'Italie.

(*) Prévisions officielles.

(**) Prévisions CDC.