

## L'ESPAGNE ET L'INTÉGRATION MONÉTAIRE EUROPÉENNE

ALEXANDRE MINDA\*

**E**n adhérant le 16 juin 1989 au SME, la peseta devenait la première monnaie à rejoindre le mécanisme de change européen créé dix ans auparavant. Lors de ce dixième anniversaire, le SME, réputé pour favoriser une croissance non inflationniste et pour accélérer la convergence économique, était salué comme une grande réussite. Or, à la suite des turbulences monétaires récentes, ponctuées notamment par trois dévaluations de la monnaie espagnole depuis septembre 1992, le système de change européen est soudainement accusé des maux les plus divers: ralentir la croissance, pratiquer un ancrage sur l'Allemagne, gêner la compétitivité - prix de plusieurs Etats, etc... Certains commentaires sur le fonctionnement du mécanisme de change communautaire sont aussi dévastateurs aujourd'hui qu'ils étaient élogieux à la fin de la dernière décennie.

Ce changement radical d'opinion est l'occasion de nous intéresser à la situation particulière de l'Espagne à une période charnière de l'intégration monétaire européenne. Après avoir rappelé la situation de l'économie espagnole à la veille de son adhésion au SME, nous tenterons de dresser un premier bilan de l'entrée de la peseta dans le mécanisme de change européen.

On envisagera enfin les perspectives qu'offre l'Union Economique et Monétaire (UEM) à ce pays de l'Europe du Sud qui traverse actuellement sa plus forte récession depuis trente ans.

### *I - La situation économique de l'Espagne à la veille de son entrée dans le SME*

Avant d'étudier les atouts et les faiblesses de l'économie espagnole à la veille de son entrée dans le SME, nous examinerons les grands axes de la politique économique mis en œuvre par le gouvernement à partir de l'année 1983.

171

---

\* Maître de Conférences à l'Université de Toulouse III.

### 1.1- Les grands axes de la politique économique

L'arrivée d'un gouvernement socialiste en décembre 1982, va marquer une rupture avec une longue tradition interventionniste des pouvoirs publics caractérisée par des subventions aux entreprises non rentables et le désir de mettre en place une économie relativement protégée et fermée. L'objectif du nouveau gouvernement va consister à créer les conditions d'une croissance rapide et durable, en favorisant la modération salariale et en introduisant des réformes afin de renforcer le rôle des mécanismes de marché.

Au cours de cette période, les grands axes de la politique économique sont les suivants:

- *L'ouverture des frontières.* La libéralisation du commerce extérieur s'est faite rapidement depuis l'adhésion à la CEE et a entraîné un démantèlement des obstacles aux échanges. Entre 1986 et 1989, l'écart entre les droits de douane espagnols et le tarif extérieur commun a diminué de près de 40 %; une nouvelle diminution étant opérée chaque année jusqu'à disparition de cet écart au 1er janvier 1993. L'introduction en 1986 de la TVA<sup>1</sup>, s'est traduite par l'élimination de plusieurs prélèvements aux frontières qui correspondaient à une subvention indirecte à l'exportation ou une taxe implicite à l'importation. De plus, les obstacles non tarifaires ont été sensiblement réduits au début de 1986.

- *La libéralisation de l'économie.* Celle-ci s'est opérée dans plusieurs directions. Avec l'entrée dans la Communauté, les subventions aux exportations ont été soit interdites, soit réduites. Une plus grande flexibilité du travail a été obtenue avec l'introduction, en 1984, des contrats de travail à durée déterminée. Dans le domaine bancaire et financier plusieurs mesures de libéralisation ont été prises: déréglementation des taux d'intérêt, libéralisation partielle des réglementations imposant aux banques de distribuer une partie des crédits à certains secteurs de l'industrie. Par ailleurs, le contrôle des changes s'est assoupli progressivement.

- *La politique de réindustrialisation.* La stratégie de la nouvelle politique industrielle, mise en œuvre à partir de 1983, est fondée sur deux principes. Il s'agit en premier d'améliorer la productivité des entreprises en réduisant les sureffectifs, de réduire les surcapacités productives et d'accroître la rentabilité des principales d'entre elles. Il s'agit ensuite d'aider les firmes qui sont spécialisées dans des secteurs porteurs, à investir et à se moderniser. Cette politique de restructuration et d'assainissement financier concerne aussi le secteur public puisque l'Etat a privatisé un certain nombre d'entreprises après avoir contribué à l'amélioration de leur rentabilité (Cussagnet, 1988).

1 La TVA s'est substituée à l'ancienne taxe sur le chiffre d'affaires.

- *La promotion de l'esprit d'initiative et d'entreprise.* Outre la modernisation des infrastructures, le gouvernement a encouragé les entreprises pour qu'elles créent des joint-ventures et pour qu'elles utilisent davantage des technologies modernes. Les dépenses de recherche-développement, qui ne représentaient que 0,5 % du PIB en 1984, devaient atteindre 1,3 % en 1992. Pour parvenir à cet objectif, un «Plan National de Recherche Scientifique et de Développement Technologique» a été adopté (*Scandella, de Dordot, 1988*).

- *La lutte contre le chômage.* Pour résorber le sous-emploi, l'accent a été mis sur l'accroissement de l'investissement productif, et sur la mobilité géographique et professionnelle. La mobilité limitée de la main d'œuvre s'explique, entre autres, par l'existence d'une réglementation du travail adoptée sous le régime franquiste, les «*ordenanzas laborales*», qui s'applique encore au quart environ des PME. Cette réglementation, reposant sur un strict cloisonnement par métier, restreint les chances de mobilité horizontale et verticale au sein de chaque firme puisque les tâches des travailleurs sont définies de manière très précise.

- *La réduction des inégalités.* Les dépenses sociales doivent suivre le rythme de la croissance économique et s'adresser en premier aux classes sociales les plus défavorisées.

La poursuite de ces objectifs ne peut être réalisée que dans le cadre d'une politique d'ajustement structurel visant à réduire l'inflation et le déficit budgétaire, au besoin en utilisant des outils d'inspiration monétariste. Face aux tensions inflationnistes, les autorités espagnoles vont toutefois resserrer l'orientation de la politique macro-économique et mettre en œuvre en 1988 une politique monétaire restrictive. Le taux d'intervention à sept jours de la Banque d'Espagne a augmenté régulièrement entre août 1988 et avril 1989, atteignant alors 13,25 %. Le coefficient de réserves, que les banques doivent obligatoirement constituer sur le montant des dépôts qu'elles collectent, étant parallèlement relevé de 1,5 %.

Devant la persistance d'une croissance trop forte de la demande par rapport aux capacités productives, la politique monétaire s'est à nouveau durcie à la mi-1989. Outre l'augmentation du taux d'intervention et du coefficient de réserves obligatoires, le ministre de l'économie, Carlos Solchaga, a instauré un contrôle quantitatif du crédit, à l'image de celui qui a existé en France jusqu'en 1986. La progression du crédit interne distribué au secteur privé par les établissements de crédit a été limitée à 17 % pour l'année 1989.

### 1.2 - Les effets bénéfiques de l'adhésion à la CEE

En adhérant à la CEE en 1986, l'Espagne voyait s'ouvrir presque sans restriction un marché quinze fois plus important que le sien en termes de

pouvoir d'achat. Pour les autres membres, l'avantage économique de cette adhésion était l'obligation faite à l'Espagne de démanteler ses barrières douanières<sup>2</sup>.

De réelles possibilités apparaissaient pour développer le marché espagnol des biens de consommation et d'équipement. En effet, la population espagnole représente un huitième de celle de la Communauté et son niveau de vie était inférieur à celui des habitants membres de la CEE (Tableau 1).

Tableau 1 : *Indicateurs de la taille et du niveau de vie relatifs de l'Espagne en 1985*

	ESPAGNE	CEE
PIB (milliards d'écus)	216,0	3340,0
Population (millions d'habitants)	38,5	321,6
Niveau de vie (1)		
Consommation privée par habitant	72	100
Voitures particulières par habitant	76	100
Téléphones par habitant	45	100
Autoroutes par habitant	59	100
Médecins par habitant	120	100
(1) Moyenne CEE = 100		

174

Source : *Etudes Economiques de l'OCDE, Espagne, OCDE, 1991.*

Dans de nombreux domaines, l'évolution de l'économie espagnole jusqu'à mi-1989, s'est révélée encore plus favorable que ne l'envisageaient les plus fidèles défenseurs de l'adhésion.

Sans nier le rôle de la politique d'ajustement et des réformes structurelles décrites précédemment, on peut chercher à isoler le rôle de l'adhésion à la CEE dans les performances économiques de l'Espagne au cours de cette période.

L'entrée dans la Communauté a donné une réelle impulsion à la croissance économique.

Le taux de croissance du PIB a même été le plus élevé des pays membres de l'OCDE dans la deuxième moitié des années 80. Outre l'augmentation de la consommation, c'est surtout l'effort d'investissement et l'accélération de la diffusion du progrès technique qui ont joué un rôle essentiel dans ce processus de croissance (*tableau 2*).

<sup>2</sup> Le taux moyen de protection était trois fois plus élevé qu'il ne l'était en moyenne dans la CEE.

Tableau 2 : L'évolution des principaux indicateurs macro-économiques

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
PIB A PRIX CONSTANTS (Variation en %)	3,3	5,2	5,0	4,7	3,7	2,5
CONSOMMATION PRIVÉE (Variation en %)	3,6	5,4	4,6	5,4	3,7	2,9
FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE (Variation en %)	12,0	14,4	12,2	13,8	6,9	2,7
PRIX A LA CONSOMMATION (Variation en %)	8,8	5,2	4,8	6,8	6,7	5,9
DÉFICIT BUDGÉTAIRE (% du PNB)	6,1	3,6	3,0	2,7	4,0	4,4
SOLDE DE LA BLANCHE COURANTE (en milliards de dollars)	5,0	1,3	-3,1	-11,6	-15,7	-16
TAUX DE CHOMAGE (% de la population active)	21,5	20,6	19,5	17,4	16,3	16,4
INVESTISSEMENTS PRIVÉS DE L'ÉTRANGER (en milliards de dollars)	5,2	8,0	9,1	14,7	8,3	15,3
DETTE EXTÉRIEURE BRUTE (en milliards de dollars)	24,1	30,1	32,8	34,8	45,0	51,6

175

Source : Etudes Economiques de l'OCDE, Espagne, OCDE, 1991.

L'ouverture du marché espagnol à la concurrence étrangère et les répercussions favorables des taux élevés d'investissement sur la compétitivité des entreprises, ont atténué sensiblement les tensions inflationnistes. L'année 1988 a été très satisfaisante à cet égard, puisque les prix à la consommation n'ont pas réussi à franchir la barrière des 5 %.

Depuis son adhésion, l'Espagne a bénéficié de concours dans le cadre des programmes structurels de la Communauté. L'objectif de ces programmes est d'atténuer les disparités au sein de la CEE, et en particulier de promouvoir le développement des territoires attardés. Entre 1986 et 1988, l'Espagne a ainsi bénéficié de 3,5 milliards d'écus de la part des fonds structurels les plus importants<sup>3</sup>. Ces transferts de la Communauté à l'Espagne ont été essentiellement affectés à des projets d'infrastructure publique et à des programmes de formation.

Parallèlement à ces transferts, l'Espagne a drainé un afflux important de

<sup>3</sup> Les plus importants étant le Fonds agricole (FEOGA), le Fonds régional (FEDER) et le Fonds social (FSF).

capitaux privés étrangers qui ont été multipliés par 2,8 entre 1986 et 1989 (Tableau 2). Si les investissements de portefeuille s'expliquent surtout par le niveau élevé des taux d'intérêt espagnols et par l'essor de la Bourse de Madrid, la forte poussée des investissements directs résulte pour l'essentiel de l'entrée dans la Communauté Européenne. Dans le cadre de la politique de réindustrialisation, les groupes étrangers ont permis de pallier les insuffisances de l'appareil productif national par un apport de savoir-faire, une augmentation de la productivité grâce à l'utilisation de machines performantes et une insertion dans un réseau international de distribution<sup>4</sup>. De plus, certains groupes multinationaux souhaitaient renforcer leur présence sur le marché intérieur espagnol en pleine expansion et/ou créer une base profitable - sous l'angle des coûts de production - en vue du Marché Unique de 1993.

### *1.3 - Des déséquilibres macro-économiques persistants*

Si par certains côtés l'Espagne a su tirer profit de son adhésion dans le Marché commun, celle-ci n'a pas résolu des problèmes comme l'insuffisance de l'épargne et le niveau élevé du sous-emploi. Dans le domaine des échanges extérieurs, l'intégration européenne a contribué par ailleurs à dégrader le solde de la balance courante.

176

L'analyse de la balance commerciale espagnole fait apparaître un déficit accru depuis l'entrée dans la CEE. Comme le souligne le Tableau 3, ce déficit a été multiplié par quatre entre 1986 et 1989. Il semble ainsi que se renouvelle un phénomène déjà observé en 1981 avec l'entrée de la Grèce: l'ouverture d'une économie jusque-là relativement protégée et fermée à une concurrence internationale plus forte entraîne dans un premier temps une dégradation de la balance commerciale.

Dans le cas de l'Espagne, l'abolition progressive des barrières douanières et la forte croissance de la demande globale ont débouché sur un vif accroissement des importations. D'un point de vue quantitatif, le facteur le plus important est l'effort d'investissement qui s'est traduit par une augmentation rapide des importations de biens d'équipement, dont la part dans les importations totales est passée de 19,9 % en 1983 à 33,1 % en 1989. Le niveau élevé de ces importations est principalement dû à la modernisation de l'économie espagnole, révélant le besoin de rattrapage de plusieurs branches industrielles qui jusque-là concentraient leur activité - à l'abri de mesures protectionnistes - pour le marché intérieur.

Une autre explication est l'expansion de la consommation privée (Tableau 2). L'augmentation de la consommation intérieure a semble-t-il

<sup>4</sup> Cf. l'absorption de la SEAT par Volkswagen en 1986.

profité davantage aux partenaires commerciaux européens puisque la part des importations de biens de consommation courante est passée de 8,9 % en 1985 à 13 % en 1989.

Un autre élément est venu gonfler les importations: la suppression des restrictions quantitatives aux produits importés. L'appréciation du taux de change réel de la peseta à partir de 1985 a également contribué à faire progresser le taux de pénétration des importations.

Outre le gonflement des importations, la dégradation du commerce extérieur trouve son origine dans le faible dynamisme des exportations. Depuis l'adhésion, les exportateurs espagnols ont en effet accru leurs parts de marché à l'étranger en valeur, mais ont subi une légère perte en volume.

Plusieurs raisons expliquent la faible réaction des entreprises espagnoles à l'ouverture du marché européen. Avec l'adhésion, les subventions accordées aux exportations ont été réduites, voire interdites dans certains cas. L'expansion rapide de la demande intérieure a incité les producteurs espagnols à privilégier leur propre marché. Le haut niveau relatif de l'inflation a débouché sur une perte de compétitivité internationale. Enfin, les produits espagnols ont tendance à être plus concurrents que complémentaires que ceux de la plupart des pays européens. La spécialisation de l'Espagne dans l'automobile et la chimie et l'émergence d'une industrie électronique ne peuvent que renforcer ce constat. L'industrie espagnole apparaît également concurrente de celle des autres pays du Sud dont elle possède un certain nombre de spécialités (textiles, chaussures, cuirs, peaux). Or l'Espagne a des coûts bruts de main d'œuvre supérieurs à des pays comme la Grèce ou le Portugal, et ne possède pas le degré d'innovation de l'Italie.

L'aggravation du déficit commercial a d'autant plus pesé sur la dégradation de la balance courante que le solde des échanges invisibles est resté largement excédentaire, et cela malgré la réduction des recettes touristiques en 1989. L'importance des entrées nettes de capitaux à long terme a permis cependant de dégager un solde nettement positif de la balance de base (Tableau 3). Toutefois, la réduction régulière de l'excédent de la balance de base à partir de 1988, montre que la marge de manœuvre dont disposait le gouvernement pour financer le déficit des opérations courantes se rétrécissait.

Outre le problème du déficit extérieur courant, les autorités espagnoles sont confrontées aux déséquilibres du marché du travail et en premier au niveau élevé du chômage qui touche plus d'un cinquième de la population active en 1986. Grâce à la forte croissance, à la reprise de l'investissement, et à la hausse du taux de profit, le taux de chômage a toutefois légèrement diminué entre 1985 et 1989 (tableau 4). Le sous-emploi en

Tableau 3 : *Balance des paiements*  
(en milliards de dollars)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Solde de la balance commerciale	-5,6	-11,4	-16,1	-24,5	-29,5	-31,7
Exportations	26,8	26,8	39,6	41,2	51,0	55,2
Importations	32,4	32,4	55,8	65,6	80,5	86,9
Services hors facteurs, net	11,5	13,1	12,9	11,6	12,7	12,9
dont :						
Tourisme	10,5	12,8	14,1	13,1	14,3	14,5
Crédits hors tourisme	6,3	7,0	7,4	8,1	10,4	12,0
Débits hors tourisme	5,2	6,7	8,7	9,6	12,0	13,6
Revenu net des investissements	-2,0	-2,9	-3,5	-3,1	-3,6	-4,2
Crédit	3,0	3,0	4,1	6,3	8,8	12,5
Débit	5,0	5,9	7,6	9,4	12,5	16,7
Transferts privés, net	1,5	2,2	2,5	2,8	3,2	7,0
Transferts publics, net	-0,4	0,3	1,2	1,2	1,6	7,0
Solde de la balance des opérations invisibles	10,6	12,7	13,1	12,9	13,9	15,7
<b>Solde de la balance courante</b>	<b>5,0</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-11,6</b>	<b>-15,7</b>	<b>-16,0</b>
Entrées nettes de capitaux à long terme dont :	1,9	9,6	10,0	17,2	19,3	32,5
Investissements privés de l'étranger dont :	5,2	8,0	9,1	14,7	18,3	15,6
Investissements directs	2,0	2,6	4,5	5,7	10,7	8,8
Investissements immobiliers	1,4	1,8	2,3	2,6	2,4	1,6
Investissements de portefeuille	1,7	3,4	2,1	6,2	4,4	5,1
Crédits privés de l'étranger	3,8	2,1	3,7	0,9	1,4	6,2
Secteur public, net	3,4	0,1	-0,8	3,3	3,7	14,9
<b>Balance de base</b>	<b>3,4</b>	<b>10,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,6</b>	<b>3,6</b>	<b>16,5</b>
<b>Balance des transactions non monétaires</b>	<b>3,1</b>	<b>10,5</b>	<b>5,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>10,8</b>
Institutions monétaires privées, capitaux à court terme	-0,2	3,6	4,2	2,5	7,7	2,4
Variation des réserves officielles (+ = accroissement)	2,7	14,2	9,7	4,5	8,7	13,2

Source: Etudes Economiques de l'OCDE, Espagne, OCDE, 1991.

Tableau 4 : *Evolution du taux de chômage* (en %)

	1981	1986	1987	1988	1989
Espagne	14,4	21,5	20,6	19,5	17,4
CEE	7,7	11,9	11,6	11,3	10,9

Source: ARTUS P., «L'Espagne, le SME et la peseta: quelles perspectives?», Document de travail n° 1991-09/E, Caisse des Dépôts et Consignations, juillet 1991.



Espagne reste cependant important par rapport à l'ensemble des pays de la CEE.

Pour Bentolila et Blanchard (1990), les causes de ce chômage élevé sont dues aux handicaps structurels suivants:

- inadéquation de l'offre et de la demande de travail en matière de qualification;
- spécialisation dans des industries incorporant une forte proportion de main d'œuvre, d'où un déficit de production pour la plupart des biens d'équipement;
- mouvement de rationalisation dans des industries faiblement compétitives entraînant des licenciements massifs;
- faible intervention des chômeurs dans la formation des salaires (phénomènes «d'insiders»).

Le dernier point concerne la capacité de financement des ménages. Celle-ci a diminué de près de 4 % entre 1985 et 1988 pour tomber à 1,4 % (Tableau 5). Hormis les ménages britanniques qui dégagent en 1988 un besoin de financement, la capacité de financement des ménages espagnols est la plus faible en comparaison avec les autres pays de l'OCDE.

Tableau 5 : *Capacité de financement des ménages* (en % du revenu)

	1985	1988	Différence
Espagne	5,2	1,4 <sup>(1)</sup>	-3,8
Etats-Unis	2,6	2,5	-0,1
Japon	13,0	12,3	-0,7
Allemagne	9,7	10,7	+1,0
France	5,1	2,5	-2,6
Italie	10,5	9,5 <sup>(2)</sup>	-1,0
Royaume-Uni	3,3	-3,8	-7,1

(1) Chiffres de 1989  
(2) Chiffres de 1987

179

Source: *Etudes Economiques de l'OCDE, Espagne, OCDE. 1991*

Ce phénomène s'explique par la conjonction d'une baisse de l'épargne et de l'augmentation de l'investissement en logements. Si la progression de l'investissement résidentiel est due en partie à des avantages fiscaux, la faiblesse du taux d'épargne provient essentiellement de l'accroissement de la consommation, d'une anticipation de revenu plus élevée<sup>5</sup> et du rajeunissement de la pyramide des âges de la population active salariée. Le taux d'épargne faible et en baisse des ménages espagnols ayant eu pour conséquence d'alourdir leur endettement.

<sup>5</sup> Cette anticipation s'explique par le niveau élevé de la croissance économique et des effets positifs de patrimoine qui en ont résulté.

## *II - L'incidence sur l'économie espagnole de la participation de la peseta au mécanisme de change européen*

Au-delà des motifs politiques et économiques, la décision de participer au mécanisme de change européen n'a pas manqué d'influencer le fonctionnement de l'économie espagnole.

### *2.1 - Les motivations de l'adhésion au SME*

Comme nous l'avons souligné antérieurement, la situation de l'économie espagnole au début de l'année 1989 est relativement satisfaisante dans plusieurs domaines. Malgré le poids du chômage, la faiblesse de l'épargne des ménages, le niveau élevé des taux d'intérêt réels et le déficit de la balance courante, les autorités espagnoles ont plusieurs sources de satisfaction comme le fort taux de croissance, le ralentissement de l'inflation, l'excédent de la balance de base et l'augmentation régulière des réserves de change.

Les autorités espagnoles vont alors profiter de cette conjoncture assez favorable pour adhérer le 16 juin 1989 au mécanisme de change européen avec une marge de fluctuation élargie à plus ou moins 6 %, comme la lire italienne<sup>6</sup>. Cette date d'entrée a causé, le moment venu, un effet de surprise puisque Carlos Solchaga, Ministre de l'Economie et des Finances, avait annoncé le 6 juin devant les banquiers et les gouverneurs des banques centrales réunis pour la Conférence Monétaire Internationale (IMC) que l'Espagne souhaitait adhérer au SME avant juillet 1990.

Au-delà des motifs purement économiques, la décision d'adhérer plus tôt que prévu au SME obéissait aussi à des motifs politiques (*Durande, 1989*). L'Espagne achevait ainsi avec éclat sa première présidence européenne, réaffirmant au passage son attachement à la Communauté. De même, le succès du gouvernement de Felipe Gonzales aux élections européennes montrait que les Espagnols n'avaient pas sanctionné sa politique de rigueur, pourtant guère favorable à leur pouvoir d'achat. Le gouvernement espagnol disposant dès lors d'une crédibilité et d'un appui populaire suffisants, pouvait prendre la décision d'adhérer au SME, lequel confirmait à l'occasion de son dixième anniversaire, son dynamisme et son caractère évolutif.

Sous l'angle économique, l'adhésion de la peseta visait plusieurs objectifs: atténuer l'impact des chocs réels, mettre un terme à la spéculation sur la devise espagnole et lutter contre l'inflation en renforçant la crédibilité de la politique économique. Les travaux menés par Ungerer, Evans, Nyberg

<sup>6</sup> La peseta entre au sein du SME au cours de 65 pesetas pour un mark.

(1986) sur les premiers participants au SME montrent que les objectifs de limiter les effets des chocs réels et de ralentir l'inflation sont en général atteints.

La libéralisation progressive des mouvements de capitaux, les transferts reçus dans le cadre des programmes structurels de la Communauté ainsi que l'attrait des taux d'intérêt réels élevés ont provoqué une entrée massive de capitaux, principalement sous la forme d'investissements directs et de portefeuille (Tableau 3). Ces investissements privés étrangers vont contribuer à l'appréciation de la peseta, dont le taux de change par rapport au DM se dépréciait depuis des années.

Le renversement de situation s'opère au premier trimestre 1987. Depuis cette date et jusqu'au début de l'année 1989, on observe une augmentation régulière de la peseta face au DM (*Graphique 1*). A partir de l'automne 1988, les autorités monétaires espagnoles doivent faire face à une forte spéculation sur leur monnaie. Les opérateurs étrangers, anticipant sur une hausse régulière de la peseta, font d'importantes acquisitions, conduisant à une forte appréciation de la monnaie espagnole.

Dans ce contexte d'anticipation déstabilisant, l'annonce de l'adhésion de la devise espagnole au mécanisme de change européen visait, par son caractère inattendu, d'une part à arrêter la spéculation et d'autre part à renforcer la crédibilité des autorités quant à leur engagement de politique monétaire. Comme dans le cas italien avec l'abandon en janvier 1990 de la marge de fluctuation de la lire élargie de 6%, les agents résidents étaient autant la cible du message que les partenaires communautaires. Faire entrer la peseta dans le SME, c'était s'engager à stabiliser son cours et donc à réduire le différentiel d'inflation avec les autres pays participant au système; cette réduction passant par une lutte contre les sources internes de la hausse des prix.

181

### 2.2 - Le paradoxe de la peseta

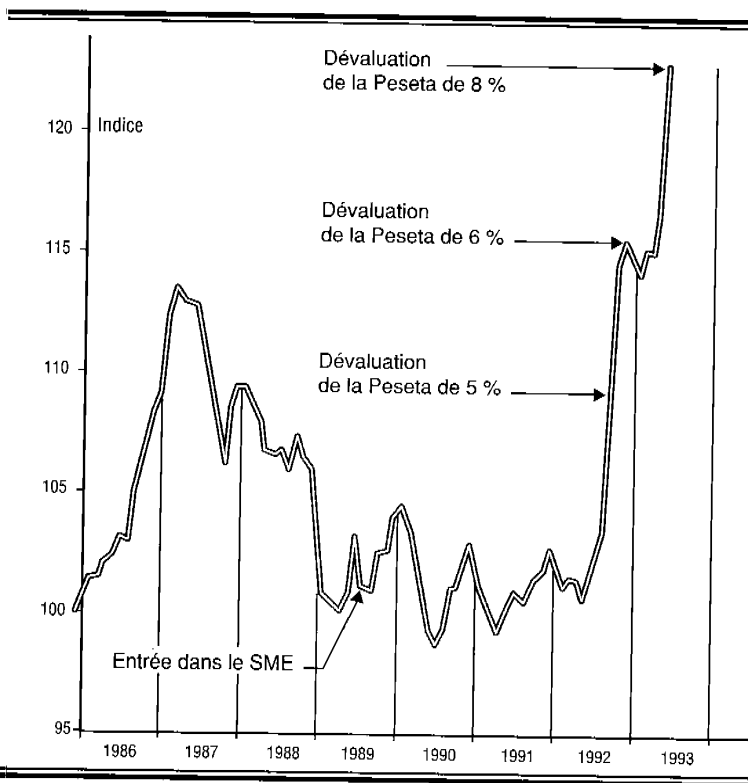
L'évolution de la peseta à la suite de son entrée dans le SME a été paradoxale. Alors que l'inflation restait en Espagne à un niveau supérieur à celui de la Communauté et que le déficit commercial s'aggravait, la monnaie espagnole a eu tendance à s'apprécier par rapport aux autres devises européennes.

Cette appréciation de la peseta en dépit de déséquilibres internes profonds s'explique par le fonctionnement asymétrique du SME (*voir par exemple Artus (1990), Giavazzi-Giovannini (1989)*). L'asymétrie provient du fait que l'Allemagne, pays faiblement inflationniste et disposant d'une monnaie parfaitement substituable par rapport au dollar et au yen, détermine le taux de change de la zone par le choix de sa politique monétaire. Dans ces conditions, les autres pays du SME sont obligés de contrôler la

## Graphique 1

**Taux de change DM / Peseta**

(Base 100 : décembre 1985)



Source : Banque de France.

parité de leur monnaie vis-à-vis du mark par l'intermédiaire de leur propre politique monétaire; s'ils connaissent des perturbations, ces mêmes pays doivent stabiliser leur taux de change sans que les autorités allemandes aient à intervenir.

L'asymétrie du système entraîne de multiples conséquences. Comme le souligne Artus (1990), les performances des économies française et allemande se sont rapprochées. L'asymétrie offre également l'avantage de renforcer la crédibilité des politiques anti-inflationnistes mises en places par les gouvernements autres que celui de l'Allemagne. Ce dernier pays ayant une inflation structurellement faible, l'annonce de la recherche

d'une parité stable avec le mark implique en effet que les agents économiques privés anticipent des politiques rigoureuses de la part des banques centrales (*Giavazzi-Pagano (1988)*).

A l'opposé, ce système asymétrique est source d'instabilité. Une faiblesse du dollar sur le marché des changes entraîne un transfert des capitaux flottants vers le mark, une appréciation de ce dernier et des tensions entre devises européennes. Par ailleurs, le fait que les pays autres que l'Allemagne doivent contrôler seuls la parité de leur monnaie à l'égard du mark signifie une perte d'autonomie.

Au cours de la dernière décennie, la convergence des économies et la crédibilité des politiques anti-inflationnistes semblent l'avoir emporté sur les risques d'instabilité. L'évolution des pays de l'Europe du Sud au début des années 90 a cependant modifié la nature de la représentation du SME. Pour reprendre la terminologie de Giavazzi et Spaventa (1990), le début de cette décennie a été caractérisé par l'apparition d'un «nouveau SME».

Dans ce «nouveau SME», les pays les moins rigoureux au niveau macro-économique étaient également les pays à monnaie forte. Ce paradoxe provient du fait que les nouveaux adhérents bénéficient immédiatement de la crédibilité liée au système, ce qui fait disparaître les anticipations de dépréciation de leur monnaie. Or, si pour des raisons internes (financement de la dette publique, maîtrise de la demande intérieure,...), ils mènent en même temps une politique de taux d'intérêt élevés, il en résulte des entrées de capitaux qui conduisent à une appréciation de leur monnaie (*Vinals (1990) pour l'Espagne*).

183

Comme le démontrent Artus et Dupuy (1990), il y a eu en Espagne et en Italie un phénomène de type «nouveau SME»: taux d'intérêt domestiques élevés et appréciation du taux de change en dépit de déséquilibres internes profonds. Dans le cas de l'Espagne, les taux d'intérêt ont été maintenus à un niveau élevé dans le but de contrecarrer les tensions inflationnistes. La hausse rapide des coûts unitaires de main d'œuvre, le dynamisme de la demande intérieure ainsi que l'augmentation des prix dans le secteur des services<sup>7</sup> expliquent pour l'essentiel la propension à l'inflation de l'économie espagnole. Le haut niveau des taux espagnols a joué un rôle essentiel dans l'appréciation de la peseta; en 1991, la devise espagnole était d'ailleurs considérée comme la monnaie la plus forte du mécanisme de change européen.

<sup>7</sup> L'écart entre l'Espagne et les pays du SME pour le taux annuel d'inflation dans ce secteur non exposé à la concurrence étrangère était de l'ordre de 4,5 % en 1991.

### 2.3 - Une réussite technique

D'un point de vue technique, l'adhésion de la monnaie ibérique a sans aucun doute été un succès. D'abord parce que la soudaineté de la décision a freiné les tensions spéculatives. Ensuite, dès les premières cotations, la devise espagnole s'est appréciée au-delà de son cours pivot, obligeant la Banque d'Espagne à des interventions quotidiennes sur le marché des changes.

Au-delà de cette réussite technique, l'entrée de la peseta a provoqué dans un premier temps une plus grande stabilité monétaire. La variabilité du taux de change de la peseta par rapport au mark s'est ainsi fortement atténuée entre la date d'entrée dans la SME et l'été 1992 (*Minda, 1993*). Durant cette période le taux de change de la peseta par rapport au mark s'est par exemple toujours fixé entre son cours pivot (65 pesetas) et son cours plancher (61,2 pesetas). Il faut noter que cette moindre fluctuation du taux de change s'est accompagnée d'une diminution parallèle de la variabilité des taux d'intérêt.

Si cette stabilité monétaire s'explique aussi par le durcissement de la politique monétaire opéré à la mi-1989, la décision de rejoindre le mécanisme de change du SME a joué un rôle décisif puisque les mouvements spéculatifs dus à l'anticipation d'une hausse se sont estompés.

184

La convergence des taux d'intérêt avec les autres pays du SME s'est parallèlement accélérée.

Si les taux courts espagnols restent à un niveau élevé depuis plusieurs années, le différentiel avec des pays comme l'Allemagne et la France s'est cependant réduit jusqu'à l'été 1992 (*Graphique 2*). L'écart des taux d'intérêt nominaux est ainsi tombé de 8% à 2,7% en trois ans (juin 1989 - juin 1992) entre l'Espagne et l'Allemagne et de 5,7% à 2,4% à l'égard de la France<sup>8</sup>.

L'ancrage sur la politique monétaire allemande n'est sans doute pas aussi fort en Espagne qu'en France, mais il a néanmoins servi à discipliner davantage la politique monétaire espagnole.

### 2.4 - L'émergence de nouvelles contraintes

La décision de participer pleinement à l'intégration monétaire européenne a posé cependant plusieurs problèmes:

- l'appréciation de la peseta, se conjuguant à une hausse rapide des salaires et à une inflation non maîtrisée, a contribué à dégrader le solde de la balance commerciale ;

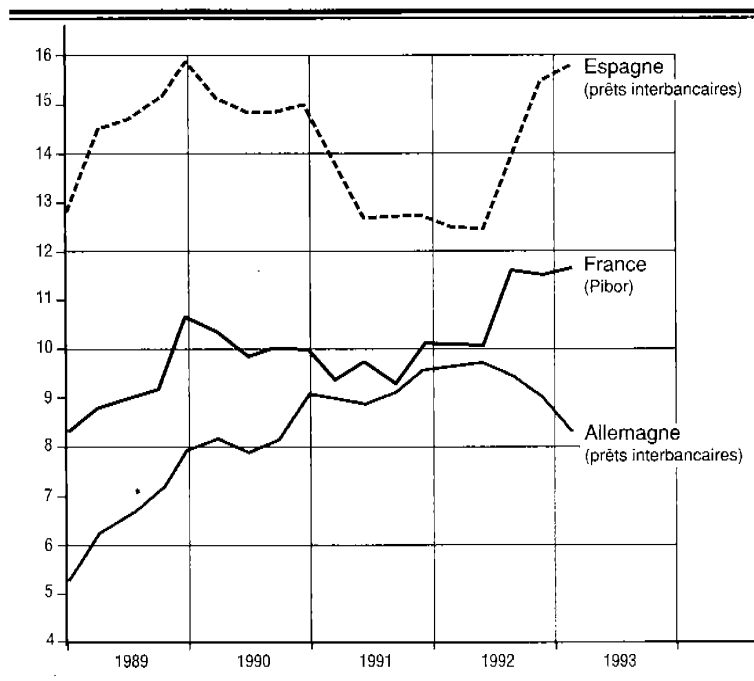
- le niveau élevé des taux d'intérêt a freiné la demande d'investisse-

<sup>8</sup> Pour la même période, les différentiels de taux réels sont passés de 3,8% à 0,9% entre l'Espagne et l'Allemagne et de 2,3% à 0,8% vis-à-vis de la France.

## Graphique 2

**Taux d'intérêt nominaux à court terme**

(Moyennes mensuelles, en %)



Source : Banque de France

185

ment; - les recettes de seignuriage<sup>9</sup> comme source de financement du déficit des finances publiques ont été abandonnées ;

- l'afflux de capitaux étrangers a alimenté la demande intérieure, freinant ainsi le processus désinflationniste.

Le paradoxe de la peseta pouvait-il persister avec l'émergence de ces nouvelles contraintes ? A la lumière de l'évolution de la peseta en 1992, il apparaît que le phénomène du "nouveau SME" ne pouvait être que transitoire. Cette tendance à l'appréciation du change dans une économie caractérisée par des déséquilibres est possible, mais seulement si certaines

<sup>9</sup> Les revenus du seignuriage sont mesurés par le flux de liquidités:  $\Delta M/Y$ , avec  $M$  la base monétaire et  $Y$  le PIB réel. Gros (1989) montre que sous l'effet du SME et de l'intégration financière en Europe, les revenus issus du seignuriage qui représentaient 2,34 % du PIB au cours de la période 1982-1987 devaient être négatifs en 1992.

conditions sont remplies et à court terme uniquement (*Artus, Dupuy, 1990*). Pour ces auteurs, ces conditions de passage à une politique monétaire visant des objectifs internes et non plus externes sont de deux ordres: l'imparfaite mobilité des capitaux et l'utilisation des réserves de devise pour stabiliser le taux de change. Pour en revenir à la première condition, si l'imparfaite mobilité des capitaux offre l'avantage de ne pas aligner les taux d'intérêt domestiques sur les taux internationaux, elle a l'inconvénient de se heurter à la globalisation actuelle des marchés de capitaux<sup>10</sup> Quant à l'utilisation des réserves de change par la banque centrale, elle ne peut être pratiquée indéfiniment.

L'appréciation de la peseta s'est accompagnée par ailleurs d'un équilibre à court terme relativement instable, dans la mesure où le déficit de la balance des opérations courantes survenu dès 1988 (Tableau 3) a été financé essentiellement par l'entrée de capitaux étrangers. Or, il y a parmi ces derniers des mouvements de capitaux de portefeuille particulièrement instables.

Dans ces conditions, on pouvait craindre une rupture de l'équilibre à court terme. Pour Artus (1991), les facteurs à l'origine de cette rupture pouvaient être:

- une baisse des taux d'intérêt visant à relancer l'investissement et/ou à alléger les pressions internes au SME ;
- une saturation des portefeuilles internationaux, les investisseurs ne désirant plus accroître la part de la peseta ;
- un mouvement exogène de méfiance, entraînant l'apparition d'anticipation de dépréciation ;
- la volonté des autorités publiques de restaurer l'équilibre du commerce extérieur ;
- une augmentation trop rapide des coûts de main d'œuvre, impliquant un ralentissement des investissements directs ;
- la concurrence des marchés d'Europe de l'Est pour l'accueil d'investissements et de capitaux étrangers.

Les attaques subies par la peseta au cours du deuxième semestre 1992 ainsi que les turbulences récentes du SME montrent que ces craintes de rupture n'étaient pas injustifiées.

### *III - Du SME à l'UEM : quelles perspectives pour l'économie espagnole ?*

Le volet économique et monétaire du Traité adopté à Maastricht prévoit que l'UEM sera réalisée par étapes, afin de permettre aux Etats membres

<sup>10</sup> Le contrôle des changes peut être utilisé pour enrayer la libéralisation des mouvements de capitaux. La banque d'Espagne a toutefois supprimé le 1er février 1992, les mesures de contrôle des changes.



d'adapter progressivement leurs politiques économiques aux exigences du passage à une monnaie unique. L'analyse des avantages et des coûts potentiels de la phase de transition qu'amorce l'Espagne, nous permettra de voir comment se comporte la peseta dans la période de turbulence monétaire qui secoue l'Europe depuis l'automne 1992.

### *3.1 - La peseta et la crise monétaire de l'automne 1992*

Le SME, entré en vigueur le 13 mars 1979, avait pour but d'établir des relations de changes plus stables entre les monnaies européennes dans le cadre d'une convergence économique accrue. De 1979 et 1987, la divergence des performances économiques - notamment en matière d'inflation - va s'accompagner de multiples réalignements de parité<sup>11</sup>. En fait, il faudra attendre le mois de janvier 1987 pour voir le SME fonctionner comme un système de change relativement fixe.

Depuis cette date, non seulement les monnaies participantes ont surmonté les crises (krach boursier de 1987, chute du dollar, récession économique) mais d'autres devises sont venues rejoindre le mécanisme de change européen: la peseta espagnole en juin 1989, puis la livre britannique en octobre 1990 et enfin l'escudo portugais en avril 1992. En janvier 1990, le gouvernement italien a annoncé la réduction de la marge de fluctuation de la lire de 6 à 2,25 % de part et d'autre du cours pivot. Le mécanisme de change européen, réputé pour favoriser une croissance non inflationniste et pour accélérer la convergence des performances économiques de la majorité des membres, a peu à peu été considéré comme une réussite. Or, à la faveur des turbulences monétaires qui secouent l'Europe depuis l'automne 1992, le SME est soudainement accusé des maux les plus divers: ralentir la croissance, pratiquer un ancrage sur l'Allemagne, gêner la compétitivité de plusieurs Etats... Certains commentaires sur le fonctionnement du SME sont aussi dévastateurs aujourd'hui qu'ils étaient élogieux à la fin de la dernière décennie.

Il est vrai qu'à la mi-septembre 1992, la fixité des monnaies qui prévalait depuis le dernier réajustement de janvier 1987 a été remise brutalement en cause. Les banques centrales européennes n'ont pu endiguer les forces du marché qui, à l'occasion du «non» danois et du référendum français, ont commencé à douter du caractère irréversible de la marche vers la monnaie unique et de la fixité des changes au sein de la Communauté. Ces doutes ont amené les opérateurs et les spéculateurs à réexaminer les forces et les faiblesses des différents pays. D'un point de vue monétaire, ce réexamen

<sup>11</sup> De septembre 1979 à janvier 1987, le SME va connaître 11 réalignements monétaires. Ces changements de parité vont se traduire par une dépréciation de 37,50 % du franc par rapport au mark.

a débouché sur un double constat: d'une part, la lire et la peseta étaient largement surévaluées, d'autre part, le maintien de la livre à son niveau nécessitait la poursuite d'une politique de rigueur qui n'était guère compatible avec la récession la plus forte que connaissait la Grande-Bretagne depuis les années trente.

Cette situation va aggraver les tensions sur les marchés des changes et déclencher un réaménagement au sein du SME. Ce réajustement amorcé en septembre 1992 avec les dévaluations de la lire de 3,5 % et de la peseta de 5 % s'est poursuivi en novembre avec une nouvelle dévaluation de 6 % de la devise espagnole et de l'escudo portugais. Le flottement de la lire et de la livre ainsi que le rétablissement ou le renforcement du contrôle des changes dans certains pays (Espagne, Irlande, Portugal) vont également marquer cette période de turbulence.

Ce réaligement des parités cache toutefois une crise monétaire plus profonde. L'introduction de nouvelles monnaies a accéléré tout d'abord le clivage à l'intérieur de la Communauté. Autour du mark, un noyau dur semble s'être constitué, regroupant des monnaies aux fluctuations assez faibles comme le florin, la couronne danoise et le franc belge ou encore relativement modérées comme le franc français. En revanche, les derniers arrivés connaissent une volatilité plus grande des cours de leur monnaie (lire, livre sterling, peseta, escudo). La lire et la peseta ont d'ailleurs toujours été considérées comme les monnaies ou les plus fortes ou les plus faibles du mécanisme de change européen.

Le ralentissement de l'activité économique, très prononcé en Europe depuis l'automne 1991, a par ailleurs retardé la convergence économique et a créé des tensions nouvelles. L'absence de convergence rapide des taux d'inflation a ainsi conduit à une appréciation réelle de devises faibles comme la lire et la peseta, entraînant une perte de compétitivité par rapport aux pays les plus vertueux. Dans les pays où la primauté du secteur protégé dans le processus de négociation salariale et où le principe d'indexation n'ont pas été remis en cause, l'utilisation du mécanisme de change européen comme instrument de lutte contre l'inflation s'est avérée périlleuse car elle a débouché sur une convergence lente en matière de prix, tout en faisant subir le coût de cette politique au secteur exposé à la concurrence étrangère.

La réunification allemande, intervenue en juillet 1990, a bien évidemment amplifié la crise du système dans la mesure où le niveau élevé des taux allemands est en contradiction avec les besoins des autres pays européens. La politique monétaire restrictive menée outre-Rhin a cependant handicapé davantage les pays à faible inflation et l'asymétrie du SME s'est intensifiée alors que celui-ci commençait à être utilisé comme un instrument de convergence.

La peseta n'a donc pu résister à la tourmente qui a secoué les marchés des changes européens. A la fin de l'été 1992, plusieurs observateurs estimaient que la devise espagnole était surévaluée d'au moins 15%. Un tel niveau du taux de change s'avérait de moins en moins compatible avec les difficultés rencontrées par l'économie espagnole. En effet, le manque de compétitivité de l'Espagne, lié à la surévaluation de sa monnaie, s'est traduit par un nouvel accroissement du déficit de la balance commerciale qui a atteint 3 600 milliards de pesetas en 1992, contre 3 446 milliards en 1991, soit 6,2 % du PIB. De plus, les flux de capitaux étrangers venant s'investir en Espagne, étaient sur le point de se tarir. L'amélioration de l'excédent touristique due à l'Exposition Universelle et aux Jeux Olympiques n'ayant pas permis de freiner la dégradation du déficit courant, la première dévaluation<sup>12</sup> de 5 % en septembre était inévitable.

La dépréciation effective de la peseta face au mark a été encore plus forte (Graphique 1) car la monnaie espagnole qui évoluait en tête du SME s'est retrouvée à la dernière place, bien en deçà de ses cours pivots. Ce réajustement de la peseta n'a toutefois pas arrêté la méfiance à son égard. Depuis la sortie de la lire et de la livre du SME, les écarts en matière d'inflation ainsi que la plus ou moins grande maîtrise des déficits publics ont provoqué un manque de crédibilité à l'égard des pays les moins vertueux du système. C'est la raison pour laquelle la peseta a subi une seconde dévaluation de 6%, le 21 novembre 1992.

189

### 3.2 - Les avantages attendus de l'UEM

Si la mise en place de l'UEM aura des répercussions pour tous les Etats membres, il est encore trop tôt pour connaître avec précision la ventilation géographique des avantages et des inconvénients qui en résulteront. Outre la difficulté de prévoir à long terme, le projet de création d'une monnaie unique laisse en effet planer de nombreuses zones d'ombre à propos de sa mise en œuvre<sup>13</sup>.

Sous réserve d'ajustements transitoires, on peut néanmoins essayer d'envisager les bienfaits escomptés du renforcement de l'intégration monétaire. Si l'on exclue les répercussions micro-économiques, l'existence d'une monnaie unique pourrait procurer les avantages macro-économiques suivants :

- la suppression des barrières en douane et l'ouverture des marchés publics sont susceptibles d'exercer des effets de taille des marchés et des effets de concurrence ;

<sup>12</sup> La sixième depuis 1959.

<sup>13</sup> Sur ce sujet, la littérature est abondante. On pourra se référer à : de Boissieu (1990), Bruno, Le Cacheux, Mathieu (1991), Commission des Communautés Européennes (1990), Fourçans (1991), Salin (1991).

– la libéralisation des mouvements de capitaux et des services financiers devrait permettre la diminution du coût d'intermédiation, d'où un effet bénéfique sur l'investissement ;

– l'émergence d'un marché des capitaux au niveau européen favorisera la convergence des taux d'intérêt et taux de rendement des actifs financiers ainsi qu'une meilleure affectation de l'épargne à l'intérieur de la Communauté;

– le renforcement de la convergence économique nécessitera une extension de la discipline monétaire et budgétaire vers les pays les moins vertueux.

Les effets favorables se répercuteront-ils de manière identique dans tous les pays ? Il est permis d'en douter. En effet, la diversité des structures économiques et sociales que l'on observe à l'intérieur de la Communauté, ainsi que l'inégal stade de développement<sup>14</sup> auquel sont arrivés les pays qui la composent, rendent improbable l'idée d'une répartition naturellement équitable de l'intégration monétaire européenne. Consciente de cette diversité, la Commission Européenne a d'ailleurs retenu des indicateurs de convergence relatifs à la politique économique des Etats et non à la structure de leurs économies. La prise en compte des variables structurelles aurait sans nul doute empêché l'adhésion des pays les moins avancés.

190

Pour ces derniers, la première étape vers l'intégration qui consiste à la libre circulation des capitaux, implique un alignement des taux d'intérêt. Comme le moindre développement de ces pays entraîne une demande d'investissement relativement importante, les taux d'intérêt sont actuellement à un niveau élevé. Dès lors, l'intégration financière ne peut qu'accroître une baisse de ces mêmes taux, d'où des effets bénéfiques sur l'investissement et la croissance.

Cette baisse attendue des taux devrait favoriser en premier l'Espagne et l'Italie qui ont un niveau de taux particulièrement élevé. Les taux d'intérêt nominaux à court terme en Espagne sont ainsi largement supérieurs à ceux en vigueur dans les autres grandes nations de la Communauté. Après une légère détente amorcée au milieu de l'année 1991, les taux courts espagnols ont à nouveau franchi la barre des 15 % en 1992. Par comparaison, les taux des prêts interbancaires espagnols étaient en mars 1993 supérieurs de 7,5 % aux taux équivalents en Allemagne (15,8 % contre 8,3 %).

Pour bénéficier de cette baisse prévisible des taux, l'Espagne devra

<sup>14</sup> Le PIB par habitant est par exemple deux fois plus important en Allemagne qu'au Portugal. Dans la même logique l'ouverture des économies nationales est très disparate dans la Communauté. L'UEBL a ainsi un montant d'exportations par habitant six fois plus grand que la Grèce.

néanmoins dégager un niveau d'épargne capable de s'ajuster à un accroissement de l'investissement. Dans le cas contraire, l'appel à l'épargne étrangère risque de creuser le déficit courant et donc de retarder la convergence. L'insuffisance de l'épargne privée domestique peut cependant être compensée par une augmentation de l'épargne publique grâce à une politique fiscale adéquate (*Artus, 1991 b*).

La faiblesse structurelle de l'épargne pourrait être partiellement atténuée par la poursuite des actions redistributrices au niveau communautaire. Le gouvernement espagnol a ainsi préconisé une aide des pays les plus avancés vers l'UEM aux pays ou régions retardataires durant la phase de transition (*Bruno, Le Cacheux, Mathieu, 1991*). Cette aide nécessiterait au passage la création d'un Fonds de compensation dont l'objectif serait de stimuler les investissements matériels et immatériels dans les pays où le PNB par habitant ne dépasse pas 90 % du PNB moyen par tête de la Communauté.

Sur leur lancée, les Espagnols ont même proposé que la contribution des pays les moins avancés à des projets communautaires soit revue à la baisse, afin que ces pays puissent renforcer leur programme de convergence. Les propositions espagnoles ont reçu un écho favorable des autorités européennes puisque dans le cadre du traité de Maastricht, les Douze ont prévu un «Fonds de cohésion» qui prendra à sa charge une grande partie des dépenses publiques des pays les moins prospères dans deux secteurs particuliers: les infrastructures de transports et la protection de l'environnement. Lors du sommet d'Edimbourg de décembre 1992, les Douze ont décidé que le Fonds de cohésion disposera d'environ 15 milliards d'écus pour la période 1993-1999, dont plus de la moitié est prévue pour l'Espagne.

191

Ce Fonds de cohésion ne représente cependant qu'une faible partie des quelque 176 milliards d'écus prévus par la Communauté pour réduire les disparités régionales et sociales à l'intérieur de l'Europe des Douze au cours de la période 1993-1999. Au total, les régions et les catégories sociales les plus démunies recevront pendant ces six années là, près du double des aides versées de 1988 à 1992.

Les indicateurs de convergence retenus ainsi que l'interdiction de financer les déficits des finances publiques par « la planche à billets » devraient obliger par ailleurs les autorités espagnoles à plus de discipline, notamment en matière budgétaire et salariale. La nette dégradation des finances publiques en 1992 a contraint le gouvernement espagnol à voter un collectif budgétaire afin de limiter certaines dépenses et de se procurer des recettes supplémentaires. Les mesures retenues comprennent une réduction des transferts sociaux, un relèvement des taux marginaux d'imposition de 0,5 % à 3 % selon les tranches de revenu, une diminution des

déductions fiscales ainsi qu'une augmentation du taux moyen de TVA de 13 à 15 %. Cette rigueur budgétaire doit se poursuivre puisque le budget 1993 a été qualifié du « plus restrictif de ces vingt dernières années » par Carlos Solchaga.

Le gouvernement a compris qu'il fallait faire preuve de rigueur afin que l'Espagne puisse entrer dans la phase ultime de l'UEM. Cette rigueur sera d'autant plus utile que le ralentissement de l'activité en 1992 ne s'est pas accompagné d'un repli de la hausse des prix comparable à celui enregistré dans les grands pays industrialisés. L'inflation qui a atteint 5,9 % en 1992 a été essentiellement alimentée par les prix des services (+10,2 %) et la hausse des salaires (+8,5 %); le relèvement du taux de TVA et la hausse des coûts de l'énergie étant compensé par la faible augmentation des produits alimentaires.

### *3.3 - Les coûts potentiels de la période de transition*

Parallèlement à la création de l'Institut Monétaire Européen (IME), la deuxième étape de l'UEM qui s'ouvrira le 1<sup>er</sup> janvier 1994 a pour objectif d'assurer une coordination plus étroite des politiques économiques et une convergence soutenue des performances économiques des Etats membres. L'instauration d'une monnaie unique et d'une Banque Centrale Européenne impliquent en effet des taux de conversion irrévocablement fixes entre les monnaies des pays membres. Or, la fixité des changes nécessite au préalable un renforcement de la cohésion économique et monétaire.

Pour entrer dans la phase finale de l'UEM, qui commencera au plus tard le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les pays candidats à l'Union devront donc mener conjointement une politique monétaire orthodoxe et une politique budgétaire rigoureuse. Le « bon élève européen », pour reprendre une expression de La Bruslerie (1992), devra maîtriser son inflation, limiter son endettement et conforter la solidité de sa monnaie sur le marché des changes européen.

L'Union monétaire va imposer un effort de convergence économique aux Douze, particulièrement sévère pour les moins vertueux. Si l'échéance semble encore lointaine, une comparaison avec la situation actuelle n'est cependant pas dénuée d'intérêt. Le tableau 6 montre que seulement deux pays (France et Luxembourg) remplissaient en 1992 les conditions de passage à la troisième étape de l'UEM. Les situations dans les dix autres pays sont très contrastées. Le Danemark, hormis l'alourdissement de son endettement public, est très proche de la France et du Luxembourg; la légère reprise de l'inflation et le déficit budgétaire observés en Allemagne ne sont sans doute que transitoires.

Tableau 6 : La convergence économique en 1992

	Taux d'inflation		Taux d'intérêt à long terme		Déficit budgétaire		Dette publique		Stabilité de la devise	Nombre de critères satisfaits
	en % (1)	critère satisfait (2)	en % (3)	critère satisfait (4)	en % du PIB	critère satisfait	en % du PIB	critère satisfait		
Belgique	2,5	OUI	8,5	OUI	6,9	NON	132,2	NON	OUI	3
Danemark	2,0	OUI	10,1	OUI	2,3	OUI	74,0	NON	OUI	4
Allemagne (a)	4,0	OUI	7,9	OUI	3,2	NON	43,4	OUI	OUI	4
Grèce	15,6	NON	27,0	NON	13,4	NON	105,6	NON	NON	0
Espagne	5,7	NON	12,3	NON	4,6	NON	47,4	OUI	NON	1
France	2,7	OUI	8,5	OUI	2,8	OUI	50,1	OUI	OUI	5
Irlande	3,0	OUI	9,2	OUI	3,7	NON	99,0	NON	NON	2
Italie	5,0	NON	13,8	NON	10,5	NON	106,8	NON	NON	0
Luxembourg	3,2	OUI	7,9 (b)	OUI	0,4	OUI	6,8	OUI	OUI	5
Pays-Bas	3,6	OUI	8,0	OUI	3,5	NON	79,8	NON	OUI	3
Portugal	9,0	NON	14,7	NON	5,6	NON	66,2	NON	NON	0
Royaume-Uni	3,5	OUI	9,1	OUI	6,2	NON	45,9	OUI	NON	3

(1) Moyenne Février 1992 - Janvier 1993  
(2) La moyenne des taux d'inflation des trois pays les plus vertueux était de 2,4%, d'où un critère de convergence de l'ordre de 4%  
(3) Moyenne Février 1992 - Janvier 1993  
(4) la Moyenne des taux d'intérêt à long terme des trois pays les plus vertueux était de 7,9%, d'où un critère de convergence «acceptable» autour de 10%  
(a) Allemagne unifiée, exception de l'inflation dont les données concernent uniquement l'ancienne R.F.A  
(b) Janvier 1992 - Décembre 1992

193

Source : Commission des Communautés Européennes, Février 1993.

Les Pays-Bas, l'Irlande mais surtout la Belgique ont des difficultés à gérer leurs finances publiques mais ont par ailleurs des monnaies relativement stables<sup>15</sup> et des taux d'inflation satisfaisants. Sur la base des critères cités précédemment, la monnaie unique ne pourrait donc se constituer aujourd'hui que sur un noyau dur regroupant quatre pays ; les Pays-Bas, l'Irlande et la Belgique ayant besoin d'une dérogation pour assainir leurs finances publiques.

Si l'on excepte le cas du Royaume-Uni dont l'adhésion dépend davantage d'une volonté politique que de la satisfaction d'indicateurs économiques, la situation dans laquelle se trouvent les pays de l'Europe du Sud est en revanche plus inquiétante. On imagine difficilement la Grèce, le Portugal<sup>16</sup> et l'Italie parvenir à remplir d'ici deux ans, voire quatre ans, la

<sup>15</sup> Surtout le florin néerlandais et le franc belge (Cf la dévaluation de la livre irlandaise de 10% le 31 janvier 1993).

<sup>16</sup> Pour une analyse des conséquences de l'intégration monétaire européenne sur l'économie portugaise, voir Abreu (1991).

totalité des indicateurs de convergence. Dans ce groupe de pays, l'Espagne occupe une place particulière dans la mesure où elle est la seule nation de l'Europe du Sud à remplir aujourd'hui un critère de convergence.

Pour pouvoir prétendre à se rapprocher rapidement de la moyenne européenne, l'Espagne va toutefois devoir s'imposer une sévère cure d'austérité. Cette cure a déjà commencé puisque les mesures initialement prévues pour résorber les déficits budgétaires et extérieurs ont été rendues plus urgentes encore par les deux premières dévaluations de la peseta. La Loi de Finances pour 1993 prévoit ainsi une progression des recettes non-financières de 6,9 % et une croissance des dépenses de 3,7 %, soit un recul en termes réels. La majoration provisoire de l'impôt sur le revenu pour 1992 est maintenue en 1993. Outre le gel du pouvoir d'achat des fonctionnaires, certains ministères comme ceux de la Défense, des Transports et du Logement ont vu leur budget particulièrement affecté. La loi de Finances initialement votée a pour but de ramener le déficit budgétaire à 3,9 % du PIB en 1993 contre 4,6 % en 1992. Le scénario du Ministère de l'Économie semble optimiste car il repose sur une hypothèse de croissance du PIB pour 1993 de 1,1 %. Or, selon les derniers pronostics des banques espagnoles, le taux de croissance devrait être inférieur à 0,5 %, contre 1,1 % en 1992.

194

On mesure ici la difficulté pour les pays de l'Europe du Sud à se rapprocher des critères de convergence. L'objectif de l'Union monétaire les oblige à mettre en œuvre des plans d'assainissement à un moment où l'Europe connaît un fort ralentissement économique. Le problème de l'UEM c'est qu'elle contraint les pays les moins prospères à accentuer le mouvement de ralentissement de l'activité, alors que la conjoncture devrait les inciter à le contrarier (*Clerc, 1992*).

L'Espagne en particulier se prépare à connaître en 1993 la plus forte récession depuis trente ans. La demande intérieure, principal moteur de la croissance de la fin des années 1980, s'est nettement ralentie en 1992. La consommation des ménages qui progressait encore à un rythme annuel de 3 % en 1991 devrait connaître une augmentation modeste de 1 % en 1993 (*tableau 7*). Malgré les hausses substantielles des salaires nominaux, l'évolution du revenu disponible a été affectée par le durcissement de la fiscalité des ménages et la montée du chômage. La faiblesse de la consommation privée devrait se répercuter sur l'investissement, dont le recul pourrait se poursuivre avec la fin des grands travaux des Jeux Olympiques de Barcelone et de l'Exposition Universelle de Séville. Le miniplan de relance adopté à la fin du mois de février ne semble pas pouvoir éviter un recul du PIB en 1993.

En revanche, le ralentissement de la demande intérieure a favorisé une



légère diminution du déficit commercial au dernier trimestre 1992. L'aggravation du déficit courant en 1992 reflète la dégradation du solde commercial mais également une réduction des excédents des services et des transferts. L'entrée de l'économie en récession devrait s'accompagner d'un recul de l'inflation car l'impact de la double dévaluation de la peseta pourrait être compensé par la faiblesse de la demande interne.

Tableau N° 7 : *Principaux indicateurs économiques : évolution récente et prévision*

	1992	1993	1994
PIB (en % de variation annuelle)	1,1	1,0	1,8
FBCF (en % de variation) annuelle	- 2,0	- 1,9	1,2
CONSOMMATION PRIVEE (en % de variation annuelle)	2,8	1,0	1,9
TAUX DE CHOMAGE (en % de variation annuelle)	18,0	19,5	19,9
PRIX DE DÉTAIL (en % de variation annuelle)	5,9	5,0	4,0
BALANCE COURANTE (en milliards de dollars)	-	- 24,0	- 23
BALANCE COMMERCIALE (fab-cab, en milliards d'écus)	- 27,9	- 27,6	- 28,7

195

Source: Economie Européenne, supplément A, n° 1-2, Janvier-Février 1993.  
Note de Conjoncture, n° 1, 1993, Caisse des Dépôts et Consignations.

Cette soudaine contraction de la conjoncture est due tant à des raisons externes qu'internes. L'Espagne comme les autres pays européens subit les effets négatifs du ralentissement de l'économie mondiale et des incertitudes récentes relatives à l'évolution monétaire en Europe. A cela s'ajoutent une orientation restrictive des politiques monétaires et un durcissement des politiques budgétaires dans la plupart des pays de la Communauté. Sur le plan interne, le principal facteur est la diminution du flux des investissements étrangers directs. Les capitaux étrangers dans l'industrie et l'immobilier représentaient environ 3 % du PIB à la fin des années 1980. Ce ratio est tombé à 2 % en 1992 et devrait continuer à baisser. Ce repli des investisseurs étrangers est la conséquence de la maturité atteinte par l'économie espagnole, laquelle n'offre plus autant que par le passé un avantage comparatif attrayant.

### 3.4- Le réajustement « à froid » de la peseta en mai 1993

La dégradation de la conjoncture économique s'est répercutée sur le marché des changes comme en témoigne la fragilité de la peseta à la fin du mois de février 1993. Un nouvel affaiblissement n'était pas à écarter car la devise espagnole qui était la plus surévaluée du SME, s'était moins dépréciée que la lire ou que la livre. Les risques d'une dépréciation subsistaient d'autant plus que la double dévaluation de 1992 a apporté autant de préjudices que d'avantages à l'économie espagnole. Si les touristes étrangers et les entreprises exportatrices sont en principe les grands bénéficiaires de ces dévaluations, celles-ci génèrent parallèlement de l'inflation importée, tout en alourdissant le montant des emprunts libellés en devises.

La fragilité de la peseta a nécessité le maintien des taux d'intérêt à un niveau élevé. A la fin du mois de mars, les taux des prêts interbancaires se rapprochaient de 16 %, contre 12 % avant les tensions provoquées par le premier référendum danois de juin 1992. Avec des taux d'intérêts réels de l'ordre de 10 %, il était illusoire d'attendre une reprise de l'investissement ou d'envisager une amélioration de la rentabilité des entreprises. Par ailleurs, si la surélévation de la peseta vis-à-vis du mark ou du franc a été presque entièrement compensée, certains pays européens en pratiquant des dévaluations compétitives ont fait perdre à l'Espagne les bénéfices des dévaluations en termes de compétitivité-prix<sup>17</sup> (BNP, 1993) du fait d'une maîtrise insuffisante des hausses salariales et de la rigidité du système social espagnol.

Les attaques contre la monnaie espagnole se sont toutefois intensifiées depuis le 12 avril très exactement, date de l'annonce d'élections législatives anticipées. L'incertitude politique planant sur l'issue du scrutin du 6 juin, la spéculation a ainsi coûté presque 4 milliards de dollars pour le seul mois d'avril à la Banque d'Espagne, dont les réserves représentaient fin avril 44,4 milliards de dollars, contre 72,2 milliards en juin 1992. Dès lors, l'entrée de l'économie en récession, avec une baisse du PIB de 0,3 % au quatrième trimestre 1992, rendait insoutenable le maintien de taux d'intérêt les plus élevés de la Communauté, indispensables pour soutenir la devise espagnole mais préjudiciables sur le plan social comme en témoigne l'envolée du chômage. L'an passé, le nombre des demandeurs d'emploi a progressé de 668 000 personnes. En Mars 1993, le Ministère de l'Economie en dénombrait 253 000 de plus, ce qui portait à 3 300 000 les victimes du chômage, soit un taux record de 21,7 %.

17 A la suite de la double dévaluation de la peseta en 1992, les exportations espagnoles ont gagné en compétitivité-prix, uniquement vis-à-vis de la Belgique (Caisse des Dépôts et Consignations, 1993)

En acceptant une dévaluation de 8 % de la peseta le 13 mai dernier, le gouvernement espagnol souhaitait ainsi enrayer une spéculation entretenue par la dégradation rapide de l'économie et l'approche des élections législatives. Cette troisième dévaluation en moins de huit mois s'est accompagnée d'une baisse du taux directeur de la Banque d'Espagne de 13 à 11,5 %, permettant à l'Espagne de prendre en marche le train de la baisse des taux en Europe et de satisfaire également le patronat espagnol qui réclamait depuis longtemps une baisse du loyer de l'argent.

La dévaluation de la peseta qui a entraîné dans son sillage celle de l'escudo portugais de 6,5 %, s'est faite «à froid»<sup>18</sup> dans un cadre concerté et sans dramatisation. C'est la première fois depuis la tourmente monétaire de l'automne 1992, et depuis la réévaluation du mark en janvier 1987, qu'une dévaluation est ainsi décidée, par surprise et en milieu de semaine, dans le cadre d'une réunion de soutien du Comité monétaire européen. Ce réajustement nous rappelle au passage que le SME a été conçu à l'origine comme un système fonctionnant avec des parités «fixes mais ajustables». Une gestion «à froid» des réajustements futurs permettrait sans doute au SME de retrouver sa crédibilité et d'éviter des dévaluations sauvages et compétitives comme celles de la livre et de la lire, monnaies qui sont manifestement sous-évaluées par rapport aux estimations de parité du pouvoir d'achat. Deux rapports récents, l'un du Comité des gouverneurs des banques centrales des Douanes, l'autre du Comité monétaire, reconnaissent d'ailleurs qu'un retour à un fonctionnement efficace du SME impliquait des modifications de parité «à froid» et «plus fréquentes» afin de tenir compte des différentiels de compétitivité accumulés par chaque Etat membre.

197

L'entrée de l'économie espagnole dans une période de récession risque de rendre plus douloureux le coût de la phase de transition vers l'UEM. Le recul de l'inflation - qui demeure le talon d'Achille de l'économie - et la réduction des déficits publics ne sont pas sans conséquences. Ils entraînent des ponctions sur le pouvoir d'achat des ménages et des pertes de débouchés pour les entreprises, ce qui contribue à aggraver inévitablement le chômage.

Mis à part une reprise de l'économie mondiale et des réformes structurelles comme celles visant à stimuler la concurrence intérieure dans les services (cf la montée des prix dans ce secteur), n'existerait-il pas d'autres moyens pour atténuer les contraintes de la transition ? Clerc

<sup>18</sup> Dans la série des réajustements monétaires intérieurs depuis la création du SME en 1979, certains changements de parité n'ont concerné qu'une ou deux devises et se sont réalisés «à froid», d'autres se sont faits «à chaud», nécessitant des dévaluations importantes, voire des sorties temporaires du mécanisme de change européen comme en 1982, 1983, 1986 et surtout à l'automne 1992.

(1992) propose trois moyens susceptibles de mieux répartir le coût de la transition: un allongement des délais de convergence, une plus grande solidarité financière au sein de la Communauté et une répartition plus équitable à l'intérieur de chaque pays.

Le première solution aurait l'inconvénient de retarder la convergence économique et de renforcer davantage l'existence d'une Europe à plusieurs vitesses. Elle offrirait cependant l'intérêt d'étaler sur une période plus longue le coût social de l'Union monétaire, et donc de la rendre plus supportable car moins intense. Le Traité de Maastricht a d'ailleurs prévu une dérogation, c'est-à-dire une période de transition plus longue vers la troisième phase, pour les pays qui en feraient la demande.

L'organisation de la solidarité financière autour du Fonds de cohésion est sans doute un excellent moyen pour atténuer les disparités de développement au sein de l'Europe des Douze. Les fonds dégagés seront-ils alors suffisants pour rendre la transition plus supportable, sachant que le budget de la Communauté représente actuellement 1% environ du PIB communautaire ?

Le troisième moyen qui consiste à mieux répartir l'impact social des programmes de convergence, renvoie à des choix de politique économique et sociale. Une telle politique d'accompagnement est sans doute souhaitable mais sa mise en œuvre est rendue difficile par la conjoncture économique actuelle. Il est en effet plus aisé de combattre les inégalités dans la prospérité que dans la récession.

Si le fléchissement de l'activité économique en Europe risque de compliquer la transition du SME vers l'UEM, il est clair qu'une correction de l'asymétrie des coûts et des avantages dans le temps de l'Union monétaire réclamera des initiatives aussi bien nationales qu'européennes. La tâche de l'Espagne qui s'oriente vers une douloureuse période d'ajustement, aurait sans doute été facilitée par une conception plus large de la convergence économique. Compte tenu de tous ces éléments, il reste à souhaiter que l'application du Traité adopté à Maastricht soit plus souple que ne l'a été son élaboration.

La marche vers l'Union européenne nécessitera au passage une réforme du mode de fonctionnement du SME. Un marché unifié où circulent librement les biens et les capitaux a besoin d'une relative stabilité monétaire. La décision prise au cours de l'été dernier d'élargir les marges de fluctuation à 15% autour des cours pivots étant davantage un moyen de freiner l'ardeur des spéculateurs qu'une solution aux problèmes structurels de l'Europe monétaire. En attendant une refonte du SME, le flottement temporaire des devises européennes s'est accompagné d'une baisse des taux d'intérêt, y compris en Espagne, ce qui devrait favoriser à terme une reprise de la croissance.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Abreu M. (1991), «Les enjeux et conséquences de l'intégration monétaire européenne pour les petites économies de l'Europe du Sud: le cas portugais», Documents Monnaie-Financement, Perspectives monétaires européennes, GDR Monnaie et Financement, Université d'Orléans, n°7, janvier.
- Artus P. (1990), «Quel avenir pour le SME?», *Option Finance*, n° 141, 10 décembre.
- Artus P. (1991), «L'Espagne, le SME et la peseta: quelles perspectives?», Document de travail n° 1991-09/E, Caisse des Dépôts et Consignations, juillet.
- Artus P. (1991 b), «Union monétaire: quelles contraintes vont subir les pays ou les régions les moins avancés d'Europe?», Document de travail n° 1991-16/E, Caisse des Dépôts et Consignations, décembre.
- Artus P., Dupuy C. (1990), «Peut-il y avoir un «nouveau» SME? Document de travail n° 1990/20/T, Caisse des Dépôts et Consignations, septembre.
- Ayuso S. (1991), «Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas», *Moneda y Credito*, n° 193.
- Bentolila S., Blanchard O. (1990), «Spanish Unemployment», *Economic Policy*, n° 10, April.
- BNP (1993), *Regards sur les Changes*, n° 41, 2ème trimestre.
- de Boissieu C. (1990), «Un bon calcul», *le Journal des Caisses d'Épargne*, n°5, novembre-décembre.
- Bruno C., Le Cacheux J., Mathieu C. (1991), «L'Union monétaire européenne: état des lieux, projets et enjeux», *Observations et Diagnostics Économiques*, OFCE, n°38, octobre.
- Caisse des Dépôts et Consignations (1993), «Note de Conjoncture», *Service des Etudes Économiques et Financières*, n° 1.
- Clerc D. (1992), «Comment répartir le coût de l'Union Économique et Monétaire», *Le Monde Diplomatique*, n°465, décembre.
- Commission des Communautés Européennes (1990), «Marché unique, monnaie unique», *Économie Européenne*, octobre.
- Corsetti G., Grilli V., Roubini N. (1990), «Exchange Rate Volatility in Integrating Capital Markets», *NBER Working Paper*, n° 3570, december.
- Cusaguet P.M. (1988), «L'industrie espagnole: situation et perspectives», *Chroniques d'actualité de la SEDEIS*, 15 mai.
- Fourcans A. (1991), «L'Union monétaire de l'Europe: fondements théoriques, problèmes et propositions», *Revue d'Économie Politique*, n°101, janvier-février.
- Giavazzi F., Giovannini A. (1989), «Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System», *Cambridge University Press*.
- Giavazzi F., Pagano M. (1988), «The advantage of Tying one's hands: EMS discipline and Central Bank credibility», *European Economic Review*, vol. 32, n° 5.
- Giavazzi F., Spaventa L. (1990), «The new EMS», *CEPR Discussion Paper*, n° 369, January.

- Gros D. (1989), «Seignorage in the EC: the implications of the EMS and financial market integration», IMF Working Paper, n° 89-7, janvier. de La Bruslerie H. (1992), «l'Ecu et ses perspectives», Banque, n° 531, octobre.
- Minda A. (1993), «Le comportement singulier de la peseta depuis son adhésion au SME», Banque, n°536, mars-avril.
- OFCE (1992), «Baisse du dollar, crise, du SME, quel impact macro-économique en Europe ?», Lettre de l'OFCE, n°107, 20 octobre 1992.
- OCDE (1990/1991, 1992), «Etudes Economiques de l'OCDE, Espagne», décembre et mars.
- Salin P. (1991), «Quelles monnaies pour le marché unique européen ?», Revue d'Economie Politique, n° 101, janvier-février.
- Scanella L., de Dordot J.B. (1988), «L'Espagne: une montée en puissance», Le Bulletin Financier de la Banque Bruxelles Lambert, septembre.
- Ungerer H., Evans O., Nyberg P. (1986), «The European Monetary System: Recent Developments», IMF, Occasional Paper n°48.
- Vinals J. (1990), «Spain and the EEC in 1992 shock», CEPR Discussion Paper 388, march.