

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

change devaient monter ou chuter spectaculairement, certaines circonstances amèneraient les autorités à intervenir de façon concertée.

Une hausse exagérée du dollar aurait un effet pervers, en ce sens qu'elle aggraverait un déficit budgétaire déjà massif. De plus, les industries américaines font pression sur le Président et le Congrès pour qu'ils les protègent de la concurrence étrangère. Un dollar fort conforterait les partisans du protectionnisme.

Dans le même temps, cependant, le Trésor américain doit faire face à la pression de certains officiels de la Réserve fédérale pour laisser monter le dollar afin de maintenir l'inflation américaine sous

contrôle. Les taux d'intérêt à court terme sont un déterminant important des taux de change ; or avec un dollar fort, la Réserve fédérale peut plus volontiers réduire les taux d'intérêt. Cette stratégie rencontre les intérêts même du Trésor qui doit vendre ses titres. Inversement, un dollar faible les rend moins attractifs pour les investisseurs étrangers, augmentant le coût des fonds pour le Trésor et, par voie de conséquence, pour le contribuable américain.

Il est clair qu'aucun de ces graves problèmes ne sera réglé tant que le gouvernement américain n'adoptera pas une approche coordonnée de la politique économique. □

A Francfort : l'Europe centrale en discussion

Hans-Helmut KOTZ

149

Sans changements économiques rapides et radicaux, la RDA sera entraînée dans une spirale descendante. Pour les Allemands de l'Est, l'attrait de l'Ouest est proportionnel au bond de revenu individuel escompté. Autrement dit, les inconvénients présumés du fait de quitter la RDA ne parviennent toujours pas à être suffisamment dissuasifs.

Dans un tel contexte, la politique (comme la question soulevée par l'union monétaire) a valeur de symbole. Pour le marché international, elle a d'ailleurs constitué un véritable choc. Elle aura provisoirement terni le prestige de la Bundesbank. Certains analystes hasardent un scénario selon lequel la Bundesbank abandonnerait sa doctrine anti-inflationniste et deviendrait dépendante de la politique (voir *l'International Herald Tribune* du 12 février 1990).

Quoiqu'il en soit, les marchés financiers, impatients et dans l'attente d'informations plus précises, ont été dépassés par la rapidité des événements,

échafaudant force prévisions, évidemment contradictoires les unes par rapport aux autres.

Pourtant, dans ce flot de commentaires, ce sont eux qui, comme souvent, ont vu juste. L'exemple des prix des actifs financiers en constitue une illustration : les valeurs ont grimpé en flèche depuis le 9 novembre 1989 (date de l'ouverture du mur de Berlin) et jusqu'à la mi-février, tablant sur des opportunités prometteuses. Inversement, les marchés des obligations ont vécu des scénarios-catastrophe, se focalisant sur l'énorme charge que représente le sauvetage économique de la RDA et ses conséquences sur l'inflation et le déficit public en RFA. Les prix des valeurs à taux fixe ont d'abord baissé puis se sont effondrés après l'annonce du plan pour une monnaie commune. Bref, les marchés ont bousculé le cours de l'histoire.

Cela ne va pas sans faire naître deux ou trois points d'interrogation majeurs : union monétaire, inflation et déficits publics. Il s'agit d'abord de mieux analyser l'écart des niveaux de vie (voir *tableau*).

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

TABLEAU

COMPARAISON RDA/RFA

	RDA	RFA	CEE
Population	16,5	62	325
Emploi dont	9	26,3	139
— agriculture	10,8	4,9	1,8
— industrie	40,5	33,6	26,1
— construction	6,6	6,6	nc
— autres	42,1	55,0	nc
PNB (en Mds DM) par tête (Ecu)	300 8900	2 255 17 830	8 800 14 435
Taux d'épargne	7	14	12,4
Actifs monétaires	185	2 500	nc
(M. RDA/MdsRFA DM)			
par tête	11 000	40 750	nc
Consommation de capital			
— automobiles	52	97	nc
— télévisions	96	98	nc
— téléphones	9	98	nc

Les Allemands de l'Est ont un revenu par tête égal aux deux tiers de celui de la moyenne de la Communauté Européenne (plus de 50 % au-dessus de celle du COMECON). La productivité par employé se situe autour de 40 à 50 % de celle de l'Allemagne de l'Ouest. De ce fait, la paie que ramène chez lui un travailleur avec une formation professionnelle représente en monnaie constante environ les 2/5 du salaire de son homologue d'Allemagne de l'Ouest. Evidemment, les calculs du pouvoir d'achat doivent être interprétés avec prudence compte tenu du fait que l'offre en RDA ne reflète pas les attentes de sa population. Mais la répercussion sur le mark de l'Est est plus forte pour les produits de luxe lourdement subventionnés — tels qu'ils sont définis par les autorités. Un exemple : alors que les Allemands de l'Est dépensent en moyenne 5 % de leur revenu pour se loger, leurs « compatriotes » de l'Ouest doivent y consacrer 26 % de leur budget (cela explique en grande partie la situation catastrophique des constructions de logements en Allemagne de l'Est). De telles politiques ne vont pas sans un coût social élevé : elles induisent un système de prix fictifs, une

inefficacité dans l'utilisation des ressources et de ce fait un éventail de choix réduit à la portion congrue. Il est clair qu'il faudra beaucoup d'argent et d'efforts pour sortir de ces contradictions.

Ce ne sont pas les modèles pour tenter de prévoir les besoins financiers nécessaires à la restructuration de l'économie de l'Allemagne de l'Est qui manquent. Selon les hypothèses qui sont avancées pour le rendement attendu, le rapport capital-travail et le rendement par tête, on peut arriver à des chiffres de quelque 1 000 milliards de Deutsche-marks (effrayants pour les investisseurs à revenu fixe) aussi longtemps que l'on oublie de mentionner à la fois l'échelonnement dans le temps et les différentes sources de financement à utiliser. Bien sûr la dotation en capital et le niveau de revenu sont fortement liés. C'est pourquoi il est indispensable de restructurer la RDA pour augmenter à la fois la productivité et les revenus. Mais cela relève avant tout du secteur privé. Et les fonds afflueront si les perspectives sont saines, c'est-à-dire si les taux de rendement perçus sont suffisamment attractifs.

La disponibilité du capital ne sera pas une difficulté : il suffit de constater le niveau record atteint l'année dernière par l'excédent des comptes courants (100 milliards de DM). Qui plus est, les taux de croissance escomptés stimuleraient l'épargne intérieure, laquelle pourrait être réinvestie dans le processus de croissance. Encore plus intéressant, à côté du capital par tête, est l'apport d'incitations nouvelles, l'habileté des managers et le savoir-faire commercial. Concrètement, ce sera un processus de longue haleine. Pour avoir une idée du temps que cela pourra prendre, il est instructif d'étudier les formules de croissance composée. A condition que le revenu par tête ouest-allemand augmente de 2,5 % et en supposant aussi que notre hypothèse d'un écart de revenu d'environ 2 pour 1 soit réaliste, alors il faudra 10 ans avec un taux de croissance de 7,5 % à la RDA pour rattraper son retard.

Plus important encore : entre les besoins, les désirs et la demande solvable, vient se glisser la question plus pernicieuse des restrictions budgétaires. Cela est vrai même pour le trésor public. En RFA, l'objectif inscrit dans la Constitution d'une uniformité des niveaux de vie va de pair avec des différences significatives de revenu réel par tête. Alors que le PIB moyen par tête est de presque 37.000 DM (avec les 2/3 de la variance dans une fourchette de 300 DM), la différence entre le point

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

le plus haut et le point le plus bas (la ville de Hambourg et le Schleswig-Holstein voisin), n'est pas négligeable : de l'ordre du simple au double. En bref, l'uniformité économique dans sa dimension régionale restera, comme on pourrait bien s'en apercevoir cruellement, une tâche à accomplir. Quoiqu'il arrive, d'énormes sommes seront affectées à la mise en place d'infrastructures publiques en Thuringe, Saxe, etc. Mais, là encore, ces dépenses s'étaleront sur au moins deux périodes électorales, c'est-à-dire huit budgets — un bail pour des marchés qui sont souvent plutôt à courte vue.

Il faudra, un jour, affronter les retombées fiscales de telles mesures. A l'heure actuelle, des besoins de dépenses supplémentaires de 30 milliards de DM (pour rester réaliste, soit 1,5 % du PNB par an) ne ruinera pas le crédit dans le secteur public, contrairement à ce que certains prétendent. Jusque très récemment, on avait l'habitude de mettre l'Allemagne de l'Ouest au banc des accusés à cause d'une macro-politique qui apparaissait à certains trop saine pour l'économie mondiale : souvenons-nous du déséquilibre global. Les temps changent. Mais rappelons simplement que jusqu'en 1985, le déficit du Gouvernement central atteignait à peine 1,5 % du PNB.

Cependant, l'économie ouest-allemande tourne à plein régime. Le PNB a augmenté à un rythme de 4 % par an lors du dernier trimestre 1989 : d'après les enquêtes, le taux d'utilisation des capacités productives est de 90 %, ce que l'on n'avait pas enregistré depuis le boom des années 70. Mais ces 90 % doivent être interprétés avec nuances. Le contrôle assisté par ordinateur a rendu le capital actions beaucoup plus flexible. Apparemment, l'économie est capable d'atteindre des niveaux d'activité plus élevés, tout en contenant l'inflation dans des limites raisonnables. Les prix, en tenant compte des impondérables, augmentent à un taux de 2,5 % (ce qui correspond au noyau d'inflation). Ce taux soutenu va s'assouplir dans les mois qui viennent à cause d'un DM fort et de la diminution du prix des importations.

Il est généralement admis que les influx pourraient accroître la demande globale d'un demi-point. Cela serait bienvenu pour tous ceux qui s'affrontent aux problèmes commerciaux. Mais les possibilités en matière de production seront augmentées en proportion de l'arrivée de nouveaux ressortissants sur le marché du travail. De plus, la modification de la

croissance de la main-d'œuvre, pondérée par l'élasticité partielle de la production, entraîne une augmentation de 2 % de la production potentielle. Cela va permettre de modérer l'augmentation des salaires et des prix. Pour ce qui est de l'inflation, selon l'expression de Marshall, pour couper on a besoin des deux lames du ciseau.

Le sujet qui focalise les passions reste celui de l'union monétaire.

D'abord bon nombre d'observateurs s'accordent à dire qu'il s'agit d'une sorte de placebo. Le vrai travail consisterait à restructurer l'offre. Et la plupart des économistes se sont lancés dans leur querelle favorite, qui consiste à faire front contre les politiciens. Une nette majorité semble pencher pour un découplage *via* deux devises. Autrement dit des solutions type taux d'échange avec un suivisme rampant, plaidant simultanément pour une sous-évaluation. Le tout vise à imiter le succès ouest-allemand des années 50 et 60. Hélas, l'argument n'est pas si convaincant puisque nous nous trouvons confrontés à une situation de mobilité du travail intra-régionale. De ce fait, l'échange implicite prix-salaires en terme de biens réclamés par les gens sera transparent. Et il ne servira probablement à rien de tabler sur une illusion nominale ou une substitution du mécanisme économique (taux d'échange contre taux de salaire). Qui plus est, une analyse de la dimension spatiale optimale pour une union monétaire, amène même à recommander (à condition qu'existe une mobilité à l'échelle de la région), une seule monnaie. Et, il n'y a finalement pas d'obstacles en ce qui concerne la conduite de la politique monétaire. Les responsabilités seront clairement établies.

Il est ainsi possible de séparer l'économie réelle des artifices monétaires. Dès lors l'argument en faveur d'une solution graduelle se résume à la question de la minimalisation des coûts de l'ajustement ; ce qui entraîne une foule de problèmes normatifs très complexes. Cependant, une production pleinement employée en RDA, dans les circonstances actuelles, équivaldrait clairement à maximiser le gâchis. C'est pourquoi ralentir le changement du système entraîne des débits sur de nombreux comptes : compte tenu du système des prix fictifs, il est pratiquement impossible de calculer la valeur des kombinats. Puisque les prix des rentrées et des sorties sont fictifs, il faut une bonne dose de témérité pour prétendre pouvoir porter un jugement sur une transition en douceur.

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

Le taux de conversion du mark est-allemand est, lui aussi, un sujet épineux. D'après nos hypothèses sur la productivité, même le 1 contre 1, favori des milieux politiques, pourrait être envisageable. Mais la question ne se pose même pas. Plutôt que les parlements ou des tables rondes, ce sera en définitive la population, qui décidera, avec ses marks de l'Est et/ou de l'Ouest, de la valeur des flux de revenu. D'autre part, convertir la masse des avoirs à ce taux risque de générer un problème type « cargo à la dérive » avec les 180 milliards de devises et d'épargne en marks est-allemands. Les politiques ayant opté pour le renflouage, quelles sont les implications monétaires ? La grande majorité des avoirs devraient être considérés comme un pécule. Et pourtant, l'intérêt se concentre sur les capitaux spéculatifs. Mais si on évalue la part de l'épargne forcée à 60 milliards, ce qui est un maximum, cela équivaut à 5 % du total de la M3 ouest-allemande ou à pratiquement la totalité de sa croissance de l'an dernier. En appliquant la vitesse

de la M3, on pourrait financer une poussée supplémentaire de la demande intérieure de 4 ou 5 % (dans les deux Allemagnes). Naturellement, il pourrait en résulter un saut unique et substantiel du niveau des prix. C'est pourquoi un certain gel des avoirs est vivement conseillé. Mais une fois encore la Bundesbank est certainement en état de contrôler les conséquences.

Pour résumer, ces prévisions découlent d'une mise en perspective européenne des événements. Pour mémoire, le commerce de la RFA avec la Suisse est presque 10 % plus élevé que la somme totale des échanges avec le COMECON (RDA non comprise). En termes économiques, la RDA est comparable à un Land de RFA de taille moyenne... Alors que le commerce avec la RDA représente à peu près 1 % de l'activité transfrontière, 70 % des 135 milliards de surplus commercial de l'Allemagne de l'Ouest viennent des échanges avec nos partenaires de la CEE. Ce qui peut présager un recentrage plus réaliste du débat politique. □

A Londres : la lutte contre l'inflation, qui donne les ordres ?

Christopher JOHNSON

Les deux principaux contentieux de la politique financière anglaise — inflation et Union économique et monétaire (UEM) — se rejoignent. Sur le plan interne, le gouvernement aura le plus grand mal à atteindre sa prévision d'une chute de l'indice des prix de détail de 7 3/4 % à 5 3/4 % au cours de l'année 1990. Sur le plan externe, Mme Thatcher continue à boudier l'UEM, malgré l'enthousiasme des milieux politiques de tous bords qui arguent de l'efficacité du SME dans la lutte contre l'inflation.

On reprochait à M. Nigel Lawson, l'ancien Chancelier de l'Échiquier, de jouer au golf avec un club seulement. Autrement dit, de manier la politique monétaire avec la seule hausse des taux d'intérêt. Son successeur, M. John Major, se vante d'en utiliser au moins deux, en attirant l'attention sur la

sévérité de la politique fiscale. Mais c'est justement l'excédent déjà atteint dans les finances publiques qui rend inapproprié un nouveau durcissement de la politique fiscale. Malgré les mesures du « budget » (loi de finances) adopté le 20 mars, c'est toujours la politique monétaire qui reste l'arme préférée de Mme Thatcher, et de M. Major. Même si celui-ci s'emploiera de son mieux à ne pas gâcher ses chances de succéder à l'actuel Premier ministre.

Malgré tout, le débat reste ouvert dans le manie- ment du taux d'intérêt ou du taux de change. Mme Thatcher privilégie la voie de l'indépendance nationale, consistant à fixer le taux d'intérêt selon la conjoncture interne, et à laisser flotter le taux de change dans un marché libre, voire incontrôlable. La fixation de la livre par rapport au DM, *a fortiori*