

Les mécanismes de transmission de la crise financière en Asie sur l'économie française

Annabelle MOURougane

Céline PRIGENT

Division Croissance et politiques macroéconomiques

Les conséquences de la crise financière au Sud-Est asiatique passent par des mécanismes macro-économiques traditionnels : hausse de la compétitivité-prix des exportations des pays du sud-est asiatique et baisse de leur demande intérieure. L'ordre de grandeur de l'impact sur la France du jeu de ces mécanismes est évalué à l'aide d'un modèle macroéconomique multinational.

Un effet de richesse négatif pourrait également s'ajouter à ces mécanismes traditionnels. Toutefois, compte tenu des évolutions les plus récentes des marchés boursiers internationaux, le chiffrage retenu ici ne tient compte que des seuls effets du commerce extérieur.

En outre, cette crise révèle et accentue la fragilité du système de financement des pays d'Asie du Sud-Est et porte ainsi les risques d'un rationnement de crédit dans ces pays qui aggraverait le ralentissement de l'activité. Cet aspect ne peut pas être pris en compte dans le modèle utilisé et n'est donc pas intégré dans le chiffrage proposé.

Les déséquilibres macro-économiques de la zone sud-est asiatique (et notamment la dégradation des soldes courants depuis 1995) ont engendré au cours de l'été 1997 une grave crise financière. A la suite d'une crise de change affectant la devise thaïlandaise en mai 1997, toutes les monnaies de la zone se sont en quelques semaines dépréciées de 30% à 50%. Il est néanmoins difficile de résumer les origines de cette crise à une simple surévaluation des changes : le freinage du commerce régional et l'affaiblissement des systèmes financiers au cours des dernières années signalent vraisemblablement des dysfonctionnements plus profonds. L'activité de la région pourrait alors être durablement freinée.

Après avoir décrit les différents mécanismes par lesquels ces événements sont susceptibles d'affecter l'économie française, une évaluation chiffrée de cet impact, réalisée à l'aide du modèle multinational Nigem, dans lequel les économies de l'Asie du Sud-Est ne sont toutefois que sommairement décrites, est présentée. L'exercice revêt bien sûr un caractère conventionnel, dans la mesure où les hypothèses retenues pour la simulation (impact sur les prix et la demande des pays du Sud-Est asiatique) ont été établies avant que les premiers effets soient véritablement mesurables, et sans que l'issue de la crise boursière soit connue. Enfin, le modèle n'intègre pas de modification des taux de change bilatéraux entre les pays industrialisés. Les résultats chiffrés ne re-

présentent donc que des ordres de grandeur permettant d'illustrer les mécanismes à l'oeuvre.

La crise des pays du Sud-Est asiatique devrait affecter l'activité française par l'intermédiaire de l'amélioration de la compétitivité de ces pays et d'un impact négatif sur la demande mondiale

La dépréciation des monnaies asiatiques va générer de forts gains de compétitivité-prix pour les produits du Sud-Est asiatique :

Depuis le 1er juillet 1997, les monnaies sud-est asiatiques n'ont pu maintenir leur ancrage au dollar américain et se sont massivement dépréciées. Même s'il paraît probable que les exportateurs asiatiques ne répercuteront pas intégralement l'ampleur de la dépréciation sur leurs prix, il n'en reste pas moins que leur compétitivité-prix vis-à-vis des pays industrialisés devrait être fortement améliorée à court terme.

Ces dépréciations devraient avoir deux effets distincts sur l'économie française. Sur le marché intérieur, les produits nationaux devraient en partie être remplacés par des produits moins chers en provenance d'Asie du Sud-Est, induisant une tendance à la hausse des importations. Sur les autres marchés (Asie du Sud-Est mais aussi marchés tiers), les produits des pays indus-

rialisés seraient également évincés, et les exportations françaises globalement freinées.

Le ralentissement des économies asiatiques devrait freiner la demande extérieure adressée à la France :

Les attaques spéculatives ne semblent pas uniquement remettre en cause une situation de surévaluation, mais également la stratégie de croissance sud est asiatique. Après six mois de crise, une réforme du système bancaire apparaît nécessaire. La résorption des dysfonctionnements macro-économiques pourrait dans ces conditions ne s'effectuer que lentement, à l'instar de ce qui s'opère au Japon depuis le début des années 90. La croissance pourrait alors s'infléchir durablement.

Compte tenu de la part croissante acquise par cette région dans le commerce mondial sur la période récente, un tel frein devrait jouer sur la demande extérieure adressée à l'ensemble des partenaires économiques de la zone. A ce titre, la France pourrait être touchée, même si la part de ses exportations vers l'Asie du Sud-Est reste relativement faible (de l'ordre de 4% en 1996).

Le moindre dynamisme des exportations, tant du fait de la perte de compétitivité-prix que du fléchissement de la demande en produits français de la part des partenaires sud-est asiatiques, devrait également ralentir l'activité domestique. Cet effet devrait alors induire une baisse des importations françaises, du fait de la moindre demande intérieure. Le mouvement des importations est donc *a priori* ambigu : d'une part elles seraient accrues par les pertes de compétitivité-prix des produits français ; d'autre part, elles ralentiraient comme l'activité. Compte tenu des ordres de grandeur des élasticités prix et demande des importations françaises, on

peut s'attendre à ce que l'effet demande domine et conduise à un ralentissement des importations.

L'impact de la crise du Sud-Est asiatique sur les autres pays industrialisés devrait amplifier les effets sur l'économie française :

Les partenaires commerciaux de la France entretiennent également des échanges avec les pays du Sud-Est asiatique. Les chocs subis par la zone devraient donc affecter négativement par les mêmes mécanismes l'activité des autres pays industrialisés. Et si les parts de marché françaises en Asie du Sud-Est sont relativement faibles, celles des États-Unis (14% en 1996) et du Japon (22%) sont en revanche importantes. L'impact négatif des chocs asiatiques sur l'activité des autres pays, plus particulièrement ceux du G7, pourrait renforcer leur impact négatif direct sur l'activité française.

Les évolutions de compétitivité pourraient toutefois être amorties. D'une part, l'inflation importée dans la zone asiatique devrait limiter les gains de compétitivité permis par la dépréciation, et ceci d'autant plus que les exportations y ont un fort contenu en importations. D'autre part, le ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés devraient freiner les prix. Ces mouvements opposés de prix devraient donc réduire l'impact des dépréciations. Néanmoins, dans la zone Sud-Est asiatique, l'inflation importée pourrait être en partie contrebalancée par le ralentissement des prix induit par la baisse de l'activité. Enfin, ces mécanismes ne devraient se manifester pleinement qu'une fois les délais d'ajustement passés.

Les effets de richesse, consécutifs aux chocs boursiers d'octobre 1997, se manifesteraient avec peu d'ampleur en France

La fin du mois d'octobre 1997 a été marquée par un choc sur les principales places boursières. Le Dow Jones, par exemple, a baissé de 7,2% dans la seule journée du 27 octobre 1997.

D'après la littérature sur le cycle de vie, une baisse de la valeur des titres boursiers diminue la richesse financière réelle des agents. Or, les ménages ajustent le niveau de leur consommation en fonction du montant de leur revenu permanent, somme actualisée des revenus du travail et de la richesse financière. Un tel effet est habituellement appelé effet richesse. Par ce canal de transmission, le choc boursier négatif d'octobre 1997 devrait donc freiner la consommation privée et se traduire *in fine* par une perte d'activité en France.

Empiriquement, néanmoins, il est difficile de mettre en évidence un tel effet de richesse en France. La richesse financière des ménages est tout d'abord difficile à mesurer et rend toute évaluation de cet effet fragile. Les spécificités de l'économie française semblent, en outre, y avoir quelque peu atténué la portée de l'effet richesse. En effet, le financement de l'économie française reste largement intermédié : les ménages détiennent des dépôts ou placements bancaires auprès des banques qui prêtent ensuite aux entreprises. Ainsi, la part dans la capitalisation boursière totale à Paris des actifs directement détenus par les ménages ne s'élève qu'à environ 10%. Si l'hypothèse d'un effet de richesse sur la consommation avait été retenue sur l'année 1996 (cf. Note de conjoncture de mars 1997), aucune évaluation chiffrée de son impact n'avait été proposée, compte tenu de la difficulté à déga-

ger un effet économétriquement robuste dans les équations de consommation usuelles.

Enfin, le krach boursier de 1987, dont l'ampleur fut nettement plus forte (mais qui ne s'accompagnait pas d'un réajustement macro-économique), ne s'est pas traduit par un impact négatif sur l'activité attribuable à l'effet de richesse. La conduite d'une politique monétaire accommodante pourrait, en partie, les avoir neutralisés.

S'il apparaît délicat de juger de la pertinence des effets de richesse dans l'économie française, ces mécanismes peuvent néanmoins être à l'oeuvre aux Etats-Unis et au Royaume-Uni et avoir des répercussions sur la croissance française par l'intermédiaire des échanges extérieurs.

Toutefois, cet effet ne se manifesterait pleinement que dans l'hypothèse où le choc boursier devait perdurer. Or, les évolutions les plus récentes des marchés financiers pourraient amener à réduire très fortement l'ampleur de la correction boursière. Cette dernière n'a donc pas été retenue dans le chiffre ci-dessous.

Les réajustements macro-économiques en Asie du Sud-Est induiraient des pertes d'activité de l'ordre d'un demi point de PIB en 1998.

Afin de donner un ordre de grandeur de l'impact sur la croissance française des conséquences de la

crise asiatique, une évaluation a été menée à l'aide du modèle multinationnel Nigem, développé par le NIESR (National Institute of Economic and Social Research). L'utilisation d'un tel modèle permet de rendre compte de la cohérence et des interactions entre les différents comportements et plus particulièrement des relations commerciales liant les diverses économies.

Dans cet exercice, on suppose que les pays asiatiques directement touchés par la crise⁽¹⁾ verraient leur croissance très nettement ralentir dès 1998. Leurs importations seraient alors affectées à la baisse. Par ailleurs, les dépréciations massives des monnaies de ces pays devraient se traduire par une diminution du prix de leurs exportations exprimé en dollars. Néanmoins, le fort contenu en importations des exportations des pays concernés limiterait la répercussion des mouvements de change sur les prix.

On a ainsi retenu l'hypothèse d'un ralentissement de 10% des importations et d'une diminution de 15% du prix des exportations.

L'évaluation a, en outre, été réalisée à politique monétaire inchangée, en Europe, par rapport à la situation de référence. La modélisation de la politique monétaire, dans Nigem, repose sur l'utilisation de la règle de Taylor, qui lie le niveau des taux d'intervention des banques centrales à l'évolution des prix, au regard de l'objectif fixé par les autorités monétaires, et de l'output gap. Si cette règle paraît effectivement approcher la fonction de

réaction de la banque centrale américaine, elle ne paraît pas totalement pertinente en Europe.

L'impact de ces chocs sur l'activité apparaîtrait rapidement. Dès 1998, il atteindrait 1/2 point de croissance. La baisse de la demande expliquerait les 2/3 de cette perte d'activité, les dépréciations le 1/3 restant.

Les flux commerciaux seraient particulièrement touchés. Ainsi, le ralentissement de l'activité en Asie du Sud-Est mais aussi chez les partenaires commerciaux de la France et la perte de compétitivité des produits français après la dépréciation des monnaies Sud-Est asiatiques induiraient, toutes choses égales par ailleurs, une baisse des exportations en volume pouvant aller jusqu'à 3% sur l'année 1998.

Les importations françaises seraient également ralenties. Ainsi, l'effet négatif sur les volumes importés de la baisse d'activité l'emporterait, même à court terme, sur celui des pertes de compétitivité-prix des produits français sur le marché national à la suite des dépréciations des monnaies du Sud-Est asiatique. ■

(1) Corée du Sud, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan, Thaïlande