

FRANÇOIS BENAROYA
DIDIER JANCI¹

LA SOUS-ÉVALUATION DES MONNAIES ASIATIQUES

RÉSUMÉ Les déséquilibres extérieurs enregistrés par les pays occidentaux vis-à-vis des pays d'Asie en développement sont parfois, notamment en France, expliqués par leur origine monétaire (« dumping monétaire »). Dans le prolongement de ce débat, cet article essaye de répondre à trois questions : peut-on constater une sous-évaluation anormale des monnaies asiatiques ? Cette sous-évaluation se résorbe-t-elle ? Si tel n'est pas le cas, cela tient-il à une politique délibérée ?

1- La mesure de la sous-évaluation éventuelle des monnaies asiatiques s'effectue classiquement en comparant taux de change courant et taux de change de parité de pouvoir d'achat (PPA) dans le cadre statique du modèle de Balassa-Samuelson qui intègre les différences de productivité et de prix relatif dans les secteurs exposés à la concurrence internationale, elles-mêmes reflet des différences de niveau de développement. La prise en compte de cet effet, ainsi que d'autres variables structurelles qu'une formulation plus générale du modèle met ici en évidence, permet d'estimer l'ampleur d'une éventuelle sous-évaluation. Toutes les monnaies dans la

mouvance du dollar américain et le dollar lui-même semblent sous-évalués par rapport aux autres monnaies, notamment européennes. Dans quatre cas (Malaisie, Taiwan, Hong Kong et Singapour), la sous-évaluation observée en 1993 dépasse l'effet imputable à l'ancrage au dollar américain.

2. Si la sous-évaluation des monnaies asiatiques résultait uniquement de leur faible développement, elle devrait se résorber à mesure que ces pays rattrapent les niveaux de vie occidentaux. Or cet enchaînement ne se produit pas, sauf pour Hong Kong et Singapour qui connaissent depuis 1985 une appréciation réelle continue de leurs monnaies, il est vrai à partir de niveaux initiaux très bas. Sur les quinze dernières années, Taiwan et la Corée ont certes connu une appréciation de leur taux de change réel, mais cette appréciation a été limitée dans le temps et de faible ampleur. La forte augmentation des coûts salariaux unitaires relatifs observée à partir de 1985 n'a pas été répercutée intégralement sur les prix à l'exportation. Plus surprenant, leur compétitivité ne s'est nullement dégradée depuis 1990. Ainsi, Taiwan continue à accumuler des excédents

1. François Benaroya et Didier Janci sont économistes à la Direction des Relations Économiques Extérieures (DREE) du ministère de l'Économie et des Finances. L'opinion présentée ici n'engage que les auteurs.

commerciaux importants. Quant aux autres membres de l'ASEAN et à la Chine, leur taux de change réel baisse depuis 15 ans.

3- La persistance de cette sous-évaluation s'explique en partie par le rattachement informel au dollar mais aussi parfois par des interventions dans la sphère financière. Un ensemble de mesures, qui suppose de nombreuses restrictions sur les mouvements de change, de taux d'intérêt et de flux de capitaux, est ainsi présent, à des degrés divers de sophistication, dans la majorité des pays considérés. Leur faible

niveau de développement et la vulnérabilité de leurs équilibres externes ne peuvent pourtant le justifier que dans certains cas.

La sous-évaluation des monnaies asiatiques semble *in fine* imputable à plusieurs causes, aussi bien externes (faiblesse du dollar, rôle du Japon) qu'internes (sous-développement, et dans certains cas, volonté politique). La résorption de ce déséquilibre dépend donc non seulement de leur ouverture financière mais aussi d'un éventuel rééquilibrage du système mondial de changes tripolaire.

L'ensemble constitué par l'Asie de l'Est en développement a accumulé entre 1977 et 1994 plus de 150 milliards de dollars d'excédents commerciaux. D'une situation de quasi-équilibre en début de période, la balance commerciale des pays d'Asie en développement est en effet devenue largement excédentaire à partir du milieu des années quatre-vingt, avec certes un infléchissement depuis. Les excédents commerciaux ont permis à l'ensemble de cette zone d'avoir une balance des transactions courantes agrégée relativement équilibrée, les excédents des NPI (près de 25 milliards de dollars par an à la fin de la décennie quatre-vingt, plus de 10 milliards actuellement hors Hong Kong) compensant les déficits des pays de l'ASEAN, généralement plus endettés et gros importateurs de biens d'équipement.

La conjonction de balances des transactions courantes proches de l'équilibre et d'entrées massives de capitaux (près de 250 milliards de dollars entre 1977 et 1993) a entraîné des excédents conséquents des balances des paiements qui sont venus gonfler les réserves de change. Ainsi, fin 1995, le total des réserves des pays est-asiatiques en développement (y compris Hong Kong) aurait dépassé 400 milliards de dollars, plus du tiers des réserves officielles mondiales.

Ce phénomène d'accumulation est très net depuis le milieu des années quatre-vingt pour les NPI, depuis le début des années quatre-vingt-dix pour les membres de l'ASEAN, et plus récent pour la Chine mais d'une ampleur impressionnante en 1994-95 (GRAPHIQUES 1A et 2A en annexe).

L'économie française n'a pas enregistré de déficit commercial significatif avec l'Asie de l'Est (hors Japon) au cours des dernières années : le solde bilatéral cumulé de 1985 à 1994 n'est significativement déficitaire qu'avec Taiwan (5,1 milliards USD). Les flux bilatéraux d'investissements sont également restés faibles par rapport aux investissements français dans le reste du monde. Mais c'est paradoxalement en France que les interrogations sur l'origine monétaire des excédents externes enregistrés en Asie du sud-est se font les plus vives.

Les monnaies des pays émergents d'Asie sont en effet souvent suspectées de sous-évaluation, ce qui expliquerait à la fois l'excédent commercial et l'attractivité de la zone pour les investissements, qu'ils soient directs ou financiers. Ainsi se

réaliserait un phénomène de captation de nos emplois par la concurrence commerciale et les délocalisations. Ce débat s'est cristallisé autour de trois interrogations.

Une sous-évaluation anormale est-elle observée ? Lorsqu'ils sont un tant soit peu étayés, les diagnostics de sous-évaluation s'appuient en général sur une référence, la parité de pouvoir d'achat (PPA). Le pouvoir d'achat d'une même unité monétaire est toujours plus fort dans les pays en voie de développement, en raison de leur faible productivité dans les secteurs exposés à la concurrence internationale (Balassa, 1964). On ne peut véritablement parler de sous-évaluation que lorsque le niveau du taux de change reste trop bas après prise en compte de cet effet, dit effet Balassa-Samuelson (noté ici BS). Ne trouvant pas de sous-évaluation résiduelle, certaines études (DREE, 1994) ont ainsi affirmé que la compétitivité-prix des pays asiatiques s'expliquait principalement par leur avantage de coût salarial unitaire, et guère par une quelconque manipulation du change. D'autres, au contraire, estiment que le niveau de développement ne saurait expliquer l'ampleur de la sous-évaluation observée et que celle-ci est due pour une bonne part à une stratégie mercantiliste de « dumping monétaire » qui accentue le simple effet du faible développement (Lafay, 1994 ; Allais, 1994).

La sous-évaluation se résorbe-t-elle ? L'écart à la PPA imputable à l'effet BS devrait logiquement se résorber au fur et à mesure que les pays émergents se rapprochent des niveaux de productivité des pays industrialisés. Mathieu & Sterdyniak (1994), ne constatant pas sur les vingt dernières années d'appréciation réelle des monnaies des NPI par rapport au dollar, concluent qu'elle reste à venir.

Si aucune réduction de cette sous-évaluation n'est observée, cela tient-il à une volonté politique ? Lafay affirme, sans le démontrer dans cet article (1993), que le processus de réévaluation des monnaies asiatiques est freiné. Lahrière (1995) invoque le rattachement des monnaies asiatiques à un dollar qui se déprécie, sans se demander comment une dépréciation n'est pas suivie d'un surcroît d'inflation qui *in fine* réduirait le gain de compétitivité immédiat. D'autres (DREE, 1994) reconnaissent l'existence d'instruments monétaires et cambiaux pouvant faire obstacle à l'ajustement, mais considèrent que leur démantèlement progressif dans le cadre de la libéralisation financière de ces économies devrait faire disparaître toute sous-évaluation éventuelle.

Nous essayons sur ces trois points d'éclaircir le débat, en reprenant l'analyse en termes de PPA et d'effet Balassa pour l'enrichir par des considérations structurelles, en précisant l'évolution du taux de change de PPA et celle de la compétitivité des pays asiatiques, et enfin, en détaillant pays par pays certains des mécanismes permettant à un pays d'accumuler des excédents de balance des paiements sans détérioration ultérieure de sa compétitivité.

A nalyse statique de la sous-évaluation

Dans une analyse statique, la sous-évaluation d'une monnaie peut être définie comme la fraction de l'écart entre taux de change courant et taux de change de PPA qui n'est pas expliquée par des différences de niveau de développement. Une certaine sous-évaluation des monnaies asiatiques est constatée dans cette partie par une analyse plus riche que le simple effet BS.

Constat des écarts à la parité des pouvoirs d'achat

Des calculs des différences de niveaux de prix entre de nombreux pays sont effectués annuellement au sein du projet de comparaison internationale (PCI) par un ensemble d'organismes internationaux (Banque mondiale, OCDE, Eurostat). Ce projet vise à déterminer les facteurs de conversion appropriés entre les différentes monnaies nationales pour effectuer des comparaisons internationales essentiellement du produit intérieur brut (PIB) et de ses composantes. Pour chaque pays, il fournit des estimations de produit national brut (PNB) recalculé à parité de pouvoir d'achat (PPA) qui permettent de déduire (en divisant par le PNB en valeur) le taux de change en terme de PPA. Les résultats présentés sur le TABLEAU 1 sont ceux de l'année 1993 qui sera par la suite l'année de référence (la constitution d'une base de données satisfaisante pour les estimations élimine le choix des années 1994 et 1995).

TABLEAU 1

Le taux de change de PPA en 1993

	PNB/TÊTE	PNB PPA/TÊTE	TAUX DE CHANGE DE PPA / TAUX DE CHANGE COURANT
Chine	490	2120	4,33
Indonésie	730	3140	4,30
Philippines	830	2660	3,20
Thaïlande	2040	6390	3,13
Malaisie	3160	8630	2,73
Corée du Sud	7670	9810	1,28
Taiwan*	10852		1,43
Hong Kong	18060	21910	1,21
Singapour**	19310	20470	1,06
Singapour*	19310		1,42
France	22360	19440	0,87
Etats-Unis	24750	24750	1,00
Japon	31450	21090	0,67

Sources : Banque mondiale (*Atlas*, 1995), PEE Hong Kong ; * CEPII, banque de données CHELEM ; ** La donnée de PNB PPA fournie par la Banque mondiale pour Singapour étant estimée par interpolation, elle n'est pas significative. Taiwan est absent de l'échantillon. Avec une méthode différente, le CEPII fournit des estimations pour ces deux pays dans sa base CHELEM indiquant des écarts à la PPA du taux de change du dollar singapourien et du New-Taiwan dollar vis-à-vis du dollar américain d'environ 30 et 40% respectivement.

Il se dégage d'abord de ce tableau une très grande hétérogénéité entre les différents pays dans les PNB par tête asiatiques, non seulement quant aux taux de change courants (rapport 1/40 entre la Chine et Singapour) mais aussi quant aux taux de change de PPA (rapport 1/10). Ces différences de PNB par tête correspondent à des écarts de productivité (moyenne²) considérables entre les pays asia-

2. Des écarts substantiels peuvent exister entre productivités moyenne et marginale dans les pays peu développés puisque généralement le capital installé est d'une qualité très inférieure à celle des nouveaux investissements réalisés. Or, dans le débat sur les délocalisations (contrairement à une approche globale de la compétitivité d'un pays), la notion de productivité marginale est clairement celle qu'il faut retenir pour effectuer des comparaisons de coûts salariaux unitaires et, d'après la remarque précédente, les écarts de productivité marginale sont évidemment plus faibles que ceux mesurés à partir de données relatives à l'ensemble de chaque économie.

tiques sous revue, écarts qui reflètent des stades de développement économique très différents.

Dans la dernière colonne, l'écart du taux de change courant au taux de change PPA (autrement dit le fait qu'une même unité monétaire ait un pouvoir d'achat différent suivant les pays), qui est parfois considéré – à tort – comme un critère de sous-évaluation, apparaît parfois très important, d'autant plus important que le niveau de développement est faible. Ainsi, pour l'Indonésie et la Chine, pays les moins développés de la zone étudiée, le rapport entre taux de change de PPA et taux de change courant est de plus de 1 à 4.

De plus, la référence aux Etats-Unis comme base 100 ne doit pas masquer une constatation fondamentale : le dollar est, suivant le même critère, « sous-évalué » par rapport au yen et aux monnaies européennes liées au deutsche mark. Les comparaisons bilatérales entre les autres pays sont donc indirectes. Ainsi, par exemple, après correction de la parité des pouvoirs d'achat, le PNB par tête à Hong Kong³ est supérieur de plus de 10 % à celui de la France⁴ bien qu'il soit inférieur de plus de 20 % en considérant les taux de change de marché. En d'autres termes, selon la PPA, le dollar de Hong Kong est « sous-évalué » de 30 % par rapport au franc alors que les niveaux de vie des deux pays sont comparables.

Écarts à la PPA et effet Balassa enrichi

Parce que la productivité dans les secteurs exposés à la concurrence internationale (biens et services échangeables) est plus faible dans les pays en développement, les salaires sont plus bas dans ces économies. Mais l'indice des prix comprend, à côté des biens et services échangeables, des biens et services non échangeables. Or le prix relatif entre les secteurs exposé et abrité est déterminé par l'écart de productivité, écart d'autant moins important que le niveau de développement est faible. Les niveaux de prix observés pour ces biens et services non échangeables sont donc croissants avec le niveau de développement. Balassa explique par ce mécanisme l'existence d'écarts à la PPA, d'autant plus importants que les différences de développement – et donc de productivité – sont élevées. Cette analyse est ici complétée par la prise en compte d'autres changements structurels affectant les économies au cours de leur développement.

UNE MODÉLISATION ENRICHIE DE L'EFFET BALASSA-SAMUELSON. Soit une petite économie constituée de deux secteurs, un secteur de biens échangeables et un secteur abrité, ouverte sur le reste du monde.

Dans le secteur exposé :

— sous l'hypothèse d'un taux de marge constant, le prix de la valeur ajoutée du reste du monde p_e^* est égal à une constante près aux coûts salariaux unitaires,

3. Dans le cas de Hong Kong, la Banque mondiale ne publiait jusqu'à présent que des données de PIB et de PIB PPA car les autorités du territoire ne calculaient pas de PNB. Cette situation a changé en 1995 et les PNB et le PNB PPA par tête présentés dans ce tableau ont été obtenus en appliquant le coefficient calculé par les autorités hongkongaises aux données Banque mondiale initiales.

4. Il faut toutefois tenir compte de l'incertitude statistique (environ 10 %) entourant ces estimations.

mesurés par le rapport du salaire nominal (ω^*) à la productivité (π_e^*) soit (toutes les variables étant exprimées en logarithme) :

$$pe^* = \omega^* - \pi_e^* \quad (1)$$

— en supposant vérifiée la loi du prix unique (le petit pays est supposé totalement *price-taker*), le prix de la valeur ajoutée dans le secteur exposé s'écrit de la manière suivante :

$$p_e + e = p_e^* \quad (2)$$

où e désigne le taux de change nominal exprimé en nombre d'unités monétaires étrangères par unité de monnaie nationale, c'est-à-dire qu'une augmentation de e désigne une appréciation.

Le salaire du petit pays ω est déterminé par la condition du taux de marge constant d'après ce prix et la productivité (π_e) dans le secteur exposé :

$$\omega = p_e + \pi_e \quad (3)$$

Dans le secteur abrité :

— dans le petit pays comme dans le reste du monde, les prix sont déterminés par les coûts salariaux unitaires d'où :

$$p_a = \omega - \pi_a \text{ et } p_a^* = \omega^* - \pi_a^* \quad (4)$$

avec un salaire nominal identique entre les différents secteurs de l'économie sous l'hypothèse de mobilité de la main-d'œuvre ;

— dans le cadre de la formulation retenue, on a donc la relation :

$$(p_a - p_e) = (\pi_e - \pi_a) \quad (5)$$

Agrégation des deux secteurs :

— le niveau des prix dans l'ensemble de l'économie p (prix du PIB⁵) est une moyenne pondérée des prix de la valeur ajoutée dans le secteur abrité p_a et dans le secteur exposé p_e , soit :

$$p = \alpha p_a + (1-\alpha) p_e \quad (6)$$

— la même relation est valable dans le reste du monde soit :

$$p^* = \alpha^* p_a^* + (1-\alpha^*) p_e^* \quad (7)$$

5. Le prix à la consommation est une combinaison linéaire du prix dans le secteur abrité p_a , du prix pratiqué sur le marché intérieur par les producteurs locaux dans le secteur exposé et du prix des produits importés dans ce secteur. Dans l'optique retenue ici, il est donc plus licite de retenir le prix du PIB de préférence au prix à la consommation puisque celui-ci est faussé par le prix des produits importés et les comportements de marge des producteurs locaux.

6. Il peut se réécrire sous diverses formes équivalentes : $p = p_e + \alpha (\pi_e - \pi_a) = p_e - (\pi - \pi_e) = p_e + \alpha / (1-\alpha) (\pi - \pi_a)$ en définissant naturellement la productivité dans l'ensemble de l'économie, π , par $p = \omega - (\alpha \pi_a + (1-\alpha) \pi_e) = \omega - \pi$.

Les productivités dans l'ensemble des économies, π^* et π , sont définies par des moyennes pondérées analogues.

Taux de change de PPA et taux de change réel :

— le taux de change nominal compatible avec la PPA se définit par :

$$e_{ppa} = p^* - p \quad (8)$$

— d'autre part, on obtient deux relations équivalentes définissant le taux de change réel :

$$txcr = e + p - p^* = (e + p_e - p_e^*) + \alpha (\pi_e - \pi_a) - \alpha^* (\pi_e^* - \pi_a^*) = (\pi^* - \pi_e^*) - (\pi - \pi_e) \quad (9)$$

Le taux de change réel entre les deux pays est donc égal au taux de change réel pour les biens échangeables, $e + p_e - p_e^*$, supposé nul d'après la loi du prix unique, corrigé des différentiels de productivité entre les secteurs abrités et exposés pour les deux économies avec une pondération correspondant au poids relatif de chacun de ces secteurs.

En supposant pour simplifier que l'écart de productivité entre les secteurs abrités du pays et du reste du monde est parfaitement corrélé avec l'écart de productivité dans les secteurs exposés (le coefficient de corrélation, supposé homogène entre les pays, sera noté ρ ⁷), on a donc

$$\pi_a - \pi_a^* = \rho (\pi_e - \pi_e^*),$$

et on obtient,

$$\text{en remarquant que } \pi - \pi^* = (1 - \alpha^*(1 - \rho)) (\pi_e - \pi_e^*) + (\alpha - \alpha^*) (\pi_a - \pi_e),$$

les relations suivantes :

$$txcr = e - e_{ppa} = \alpha^* (1 - \rho) (\pi_e - \pi_e^*) + (\alpha - \alpha^*) (\pi_e - \pi_a) \quad (10)$$

ou encore

$$txcr = e - e_{ppa} = [\alpha^* (1 - \rho) / (1 - \alpha^*(1 - \rho))] (\pi - \pi^*) + [(\alpha - \alpha^*) / [(1 - \alpha^*(1 - \rho))(1 - \alpha)]] (\pi - \pi_a) \quad (11)$$

Dans tous les pays, la productivité est plus élevée dans le secteur exposé que dans le secteur abrité. Mais, l'écart des deux productivités est plus faible dans les pays en développement car le capital installé y est plus faible quantitativement et qualitativement. D'après l'équation (5), le prix relatif du secteur abrité par rapport au secteur exposé est donc plus faible dans les pays en développement que dans les pays industriels.

En particulier si α et α^* sont égaux, le niveau général des prix dans le petit pays en développement apparaît plus faible que dans le reste du monde et le taux de change réel de sa monnaie est donc sous-évalué ($txcr < 0$, dans l'équation (9))

7. ρ est par hypothèse compris entre 0 et 1. Cette hypothèse standard est retenue notamment par Obstfeld (1995), $\rho = 0$ correspondant à une productivité stable dans le secteur abrité au cours du processus de développement (hypothèse standard dans BS), ρ étant d'autre part a priori strictement inférieur à 1 car la productivité dans les services progresse moins vite que dans l'industrie ; les économies de certains pays tels que Singapour ne semblent toutefois pas suivre cette règle (Young, 1995). Cette dernière remarque soulève aussi le problème de l'homogénéité de ρ qui semble empiriquement loin d'être vérifiée.

ou l'équation (10)); cet effet correspond aux travaux de Balassa et Samuelson. Le taux de change nominal est donc en principe sous-évalué par rapport à la PPA; imposer la PPA à un pays moins développé obligerait donc celui-ci à pratiquer des prix beaucoup trop forts pour ses biens échangeables.

Au cours du développement, la productivité s'accroît plus rapidement dans le secteur exposé que dans le secteur abrité. Le prix relatif du secteur abrité augmente donc. L'écart de productivité entre le secteur exposé et le secteur abrité du pays en développement s'agrandit pour se rapprocher de l'écart de productivité observé dans le reste du monde. Par conséquent, le niveau général des prix s'élève par rapport au reste du monde et le taux de change se rapproche de son niveau de PPA.

La validité de cette convergence a été confirmée par de nombreuses études empiriques à partir d'estimations en coupe de l'équation (10) sur un échantillon représentatif de pays en utilisant le PNB par tête (ou mieux le PIB par actif) comme proxy de la productivité du secteur exposé et en supposant de plus α et α^* égaux. En effet, sous cette hypothèse, seul subsiste le terme en $(\pi_e - \pi_e^*)$. Sous cette même condition, l'équation (11) fournit en fait une relation plus satisfaisante (sans détour par une variable proxy), qui permet d'estimer $\alpha^*(1-\rho)$ sans ambiguïté.

Le dernier terme à droite dans les relations (10) et (11) est ainsi généralement omis ou inclus uniquement en tenant compte de l'effet prix relatif entre les secteurs au sein de l'économie considérée. Or, si α^* peut, à la rigueur, être considéré comme constant, il n'en est pas de même pour $(\alpha - \alpha^*)$ ⁸ puisque, sur longue période, les changements structurels (en terme de valeur ajoutée en volume) au sein d'une économie en développement peuvent être du même ordre de grandeur que les variations de prix relatif. C'est en particulier le cas pour de nombreuses économies est-asiatiques pour lesquelles la variation annuelle moyenne de la part relative du secteur manufacturier dans l'économie a été dans les vingt dernières années supérieure à l'évolution annuelle moyenne du prix relatif entre le secteur manufacturier et le reste de l'économie (TABLEAU 2).

TABLEAU 2

Evolutions dans le secteur manufacturier relativement à l'ensemble de l'économie								
	JAPON	CORÉE DU SUD	SINGAPOUR	PHILIPPINES	INDONÉSIE	THAÏLANDE	TAIWAN	CHINE
Part relative du secteur manufacturier								
1973	28,1%	15,9%	32,9%	31,0%	6,5%	22,4%	31,9%	24,1%
1992 ou 1993	33,1%	35,1%	31,8%	26,9%	20,8%	34,3%	31,1%	44,0%
Evolution annuelle	0,9%	4,2%	-0,2%	-0,7%	5,9%	2,1%	-0,1%	3,0%
Prix relatif (base 100 en 1987)								
1973	133,3	168,6	79,4	93,1	164,3	95,7	115,4	128,8
1992 ou 1993	90,2	88,4	94,7	97,2	107,2	94,4	98,0	85,7
Evolution annuelle	-2,1%	-3,4%	0,9%	0,2%	-2,1%	-0,1%	-0,8%	-2,0%

Sources : Banque mondiale.

8. Il est à noter que, même à long terme, α peut être différent de α^* car les dotations naturelles et les avantages comparatifs de chaque pays sont différents et génèrent donc des phénomènes de spécialisation.

Une analyse correcte en terme de PPA en particulier pour les pays en développement doit donc non seulement prendre en compte l'écart de productivité vis-à-vis du reste du monde mais aussi les changements structurels au sein de l'économie considérée (qui génèrent une hétérogénéité entre les pays) c'est-à-dire non seulement du prix relatif entre secteur abrité et secteur exposé mais aussi de la décomposition du PIB en volume et de l'ouverture progressive du pays au commerce international. La seule référence à l'effet BS n'est donc pas suffisante pour juger du niveau de sous ou surévaluation d'une monnaie par rapport à sa valeur d'équilibre à long terme.

DIVERGENCES POSSIBLES PAR RAPPORT AU MODÈLE THÉORIQUE. Le lien entre niveau relatif des prix entre secteurs et niveau de développement dans le modèle de BS est entièrement déterminé par des considérations de productivité au sein de chaque économie considérée⁹. De nombreuses études empiriques ont confirmé l'existence de ce lien.

Cependant, même à un niveau sectoriel fin, la distinction entre secteur abrité et secteur exposé est très difficile à établir (Heston & al., 1994). En particulier, avec l'internationalisation des économies, la distinction traditionnelle entre secteur manufacturier exposé et secteur des services abrité est de moins en moins valide ; il semble ainsi acquis que le secteur des services est de plus en plus exposé à la concurrence (Banque mondiale, 1995). Dans la plupart des études empiriques, la détermination des parts relatives des secteurs abrité et exposés est basée sur des degrés théoriques d'échangeabilité des biens et services¹⁰ qui n'intègrent ni les barrières aux échanges ni les comportements de préférence nationale ce qui contribue à accroître artificiellement la taille du secteur abrité et à assurer une stabilité artificielle des parts relatives. Il n'est donc pas étonnant que certaines de ces études concluent à l'absence de lien entre niveau relatif des prix sectoriels établis selon la méthodologie décrite ci-dessus et écart du taux de change à la PPA.

D'autre part, il faut garder présent à l'esprit que toute l'analyse précédente présuppose aussi des structures identiques entre les pays aussi bien en terme de commerce extérieur que de marché intérieur ; en fait, les notions de prix des concurrents étrangers et même de part du secteur exposé à l'étranger sont relatives au pays considéré. En particulier, la taille du pays influence le degré d'ouverture au commerce international (une petite économie est nécessairement plus spécialisée) et est *a priori* l'un des facteurs déterminants de cette possible hétérogénéité. Par souci de simplicité, tous les pays seront cependant supposés homogènes sur ce point.

Enfin, le modèle de BS a l'inconvénient majeur de n'intégrer aucun facteur de déséquilibre macro-économique. La persistance du déficit courant américain, peut, par exemple, justifier que le dollar soit sous-évalué en termes de PPA¹¹. La

9. Pour une généralisation, voir le modèle d'équilibre général d'Asea et Corden, 1994.

10. Voir par exemple la classification selon 150 biens et services adoptée dans le programme PCI.

11. Voir également la corrélation (fortuite ?) entre solde courant et écart à la PPA pour les pays industrialisés relevée pour 1994 dans *The Economist*, 26 août 1995, p.70.

théorie du taux de change réel d'équilibre qui définit celui-ci comme le taux de change compatible avec la réalisation simultanée d'un équilibre interne et d'un équilibre externe, peut dans ce cas sembler plus appropriée (voir notamment Williamson, 1985 et 1994). Comment se caractérise ce double équilibre macro-économique ?¹²

Sur le plan interne, par un taux d'utilisation des capacités de production correspondant au potentiel de l'économie et donc en particulier au plein emploi. Cet équilibre est à rapprocher de la notion de NAIRU (taux de chômage compatible avec une inflation stabilisée à un faible niveau, Layard & Nickell, 1985). En tout état de cause, en pratique, il semble acquis qu'il faille tout d'abord corriger des écarts conjoncturels au potentiel de l'économie avant d'aborder la notion d'équilibre externe.

Sur le plan externe, par une relation épargne-investissement soutenable à moyen-long terme. Un équilibre stricto sensu de la balance courante n'est pas forcément la bonne norme puisque, dans un monde où il existe une hétérogénéité non seulement économique mais aussi socio-démographique entre les pays, il est normal d'observer une réallocation internationale des ressources. En particulier, un pays pourrait suivre au cours de son processus de développement un cycle de l'endettement, caractérisé successivement par six états : jeune débiteur, débiteur mature, réducteur de dette, jeune créateur, créateur mature et enfin liquidateur d'actifs avec une structure de la balance des paiements qui évolue au cours du temps (voir notamment Kwan, 1994). La notion d'équilibre externe est donc très difficile à cerner même théoriquement ; c'est pourquoi, en pratique, selon les choix méthodologiques, les estimations des taux de change d'équilibre peuvent diverger considérablement (Bayoumi & al., 1994).

Des déséquilibres extérieurs durables peuvent enfin générer des effets d'hystérésis sur le taux de change réel d'équilibre *via* par exemple le maintien d'une position extérieure structurellement débitrice. Celle-ci entraîne en effet une accumulation de la dette externe, insoutenable à moyen terme. La prise en compte de tels effets compliquent d'autant plus le calcul des taux de change d'équilibre (Artis & Taylor, 1993).

Cette théorie, applicable telle quelle dans le cas de pays industrialisés, n'est cependant pas adaptée aux pays en développement rapide. C'est pourquoi nous avons combiné l'approche BS avec celle de Williamson en introduisant l'influence des déficits courants dans notre estimation. La justification théorique de ce modèle mixte et l'introduction de l'équilibre interne mériteraient toutefois des travaux ultérieurs.

Une certaine sous-évaluation de la plupart des monnaies asiatiques

Des estimations de l'équation (11) ont été effectuées sur un échantillon de 64 pays. La taille de cet échantillon peut paraître faible mais l'absence de données pour certains pays et le fait que les estimations de PPA fournies par la

12. Clark & al., 1994 pour une présentation détaillée.

Banque mondiale pour d'autres économies sont le fruit d'un ajustement basé sur d'autres pays (c'est le cas par exemple de Singapour) restreignent le nombre de pays à considérer. Il faut noter que cet ajustement accorde le même poids à tous les pays quelque soit la taille de leur économie. Parmi ces 64 pays, 10 sont asiatiques, 11 africains, 18 européens (hors PECO), 14 sud-américains. Les résultats des régressions sont reportés dans le TABLEAU 4.

La part des importations de biens et services dans le PIB en volume est supposée approximer le paramètre $(1-\alpha)$ ¹³. Cette variable proxy prend non seulement en compte la structure sectorielle de l'économie (une économie où le secteur secondaire est prépondérant sera *a priori* plus ouverte sur l'extérieur) mais aussi d'éventuelles restrictions imposées aux échanges commerciaux (plus le niveau de protection commerciale est élevé, plus faibles sont les valeurs prises par cette variable toutes choses égales par ailleurs), sans qu'il soit possible de distinguer les deux effets. Généralement au cours du processus de développement, le degré d'ouverture d'un pays (mesuré par la part des échanges de biens et services dans le PIB) augmente ; c'est le cas depuis plusieurs décennies pour une grande majorité de pays comme en témoigne l'augmentation de la part du commerce dans la valeur ajoutée mondiale.

Le PNB par tête est la variable la plus significative (TABLEAU 3) et confirme très nettement l'effet BS ; la seule prise en compte de cette variable fournit un ajustement tout à fait acceptable (voir modèle 1). Des ajustements temporels effectués pour certains pays asiatiques à partir des données de la base PENN confirment ces résultats en coupe et prouvent par ailleurs que le PNB par travailleur est une variable proxy plus adéquate que le PNB par tête ; malheureusement, cette variable n'est pas disponible pour tous les pays de l'échantillon sélectionné ce qui l'élimine d'une estimation en coupe.

Le fait de scinder l'échantillon en deux groupes correspondant aux pays ayant ou n'ayant pas dépassé un niveau seuil de développement (PNB par tête inférieur à 6000 dollars en 1993) améliore encore la qualité de l'estimation (voir modèle 2) ; l'hypothèse d'égalité des deux coefficients est rejetée pour l'échantillon considéré et les valeurs estimées pour les coefficients sont d'ailleurs sensiblement différents. Ce choix qui peut paraître arbitraire correspond à une plage vide de l'échantillon et se justifie par de fortes différences observées en termes de structures sectorielles des économies et donc de composition des prix agrégés : en particulier, dans le premier sous-échantillon, on trouve un grand nombre de pays où le secteur primaire est encore très important alors que dans le deuxième, les pays ont déjà un secteur tertiaire très développé. Ce résultat peut aussi refléter un problème de spécification : la formulation log-linéaire retenue étant un choix parmi d'autres.

Le solde de la balance des transactions courantes rapporté au PNB apporte un supplément d'information appréciable (voir les résultats pour le modèle 3). Le coefficient de cette variable est de signe négatif pour les pays qui ont atteint le niveau

13. L'utilisation de la part du commerce (importations plus exportations de biens et services) dans le PIB en volume conduit à des résultats tout à fait similaires. Le choix méthodologique de cette variable proxy est cependant très criticable car il n'existe pas de corrélation évidente avec la part du secteur exposé dans l'approche du programme PCI basée sur des degrés théoriques d'échangeabilité des biens et services.

seuil de développement : toutes choses égales par ailleurs¹⁴, un excédent de la balance courante conduit à diagnostiquer pour un pays développé une sous-évaluation plus importante (c'est notamment le cas pour Taiwan et Singapour), tandis que la sous-évaluation est réduite par rapport au modèle 2 par l'existence d'un déficit. Pour l'autre groupe de pays, le coefficient est de signe opposé et très significatif. Ces résultats sont compatibles avec la théorie du cycle de la balance des paiements. En particulier, un déficit de la balance des transactions courantes limité n'est pas forcément un signe justifiant la sous-évaluation de la monnaie pour un pays en développement. Ainsi, actuellement, les déficits de nombreux pays membres de l'ASEAN (Indonésie, Malaisie, Thaïlande) sont pour l'essentiel dus à des efforts d'investissement colossaux dans le secteur manufacturier mais aussi dans le domaine des infrastructures qui sont *a priori* favorables à la croissance à long terme du pays.

TABLEAU 3

Régression du taux de change de PPA rapporté au taux de change courant *				
VARIABLES EXPLICATIVES	MODÈLE 1	MODÈLE 2	MODÈLE 3	MODÈLE 4
Constante	3,908 (32,8)	3,208 (14,9)	3,189 (17,4)	3,144 (11,4)
PNB par tête	-0,404 (-27,9)			
PNB par tête (pays dont le PNB par tête est inférieur à 6000 US\$)		-0,300 (-9,8)	-0,284 (-10,8)	-0,268 (-7,1)
PNB par tête (pays dont le PNB par tête est supérieur à 6000 US\$)		-0,337 (-15,1)	-0,334 (-17,6)	-0,329 (-11,6)
Solde de la balance courante en points de PNB (pays dont le PNB par tête est inférieur à 6000 US\$)			2,018 (4,7)	2,150 (5,1)
Solde de la balance courante en points de PNB (pays dont le PNB par tête est supérieur à 6000 US\$)			-1,526 (-2,1)	-1,540 (-2,2)
Effet structure (pays dont le PNB par tête est inférieur à 6000 US\$)				0,061 (1,0)
Effet structure multiplié par la productivité (pays dont le PNB par tête est inférieur à 6000 US\$)				-0,122 (-1,4)
R ²	92,62%	94,01%	95,84%	96,32%
Ecart-type	0,177	0,161	0,136	0,130
Somme des carrés des résidus	1,934	1,572	1,092	0,965
DW	1,56	1,93	1,95	2,12

* Régression log-linéaire ; les valeurs des tests de Student sont entre parenthèses.

14. Mais les choses ne sont pas complètement égales par ailleurs, les coefficients des autres variables se trouvant légèrement modifiés entre ce modèle et le modèle 2.

La seule prise en compte de l'effet BS pour juger de la sous ou surévaluation d'une monnaie biaise donc *a priori* les résultats en défaveur des pays pour lesquels le terme

$$[(\alpha - \alpha^*) / [(1-\alpha^*)(1-\alpha)]] (\pi - \pi_a)$$

est le plus éloigné de 0 et sans doute aussi l'estimation du coefficient $\alpha^*(1-\rho)$. La productivité dans le secteur abrité (constitué essentiellement de services) étant dans le meilleur des cas très mal connue, elle sera considérée pour des besoins de simplicité comme constante au cours du processus de développement; en conséquence, ρ est supposé égal à 0 dans les estimations suivantes.

Dans ces conditions, puisqu'empiriquement, il existe une corrélation positive entre $(\pi - \pi^*)$ et $[(\alpha - \alpha^*) / [(1-\alpha^*)(1-\alpha)]] (\pi - \pi_a)$, la remarque sur l'estimation biaisée du coefficient $\alpha^*(1-\rho)$ prend tout son sens. L'introduction des variables $\alpha / (1-\alpha)$ et $(\alpha^*) / (1-\alpha^*)$ π^{15} apportent un supplément d'information faible mais significatif ¹⁶ (modèle 4) pour les pays dont le PNB par tête était inférieur à 6000 US\$ en 1993, pays dont les structures sectorielles et le degré d'ouverture sont *a priori* les plus disparates (relativement aux pays plus développés) ce qui est bien conforme à la théorie précédente. Il est somme toute logique que ces variables de structure ne soient pas très significatives du fait de l'hypothèse grossière faite sur la productivité dans les services et du proxy très frustré utilisé pour estimer la part du secteur exposé; ces résultats sont toutefois encourageants et mériteraient d'être approfondis.

Pour juger du niveau de sur ou sous-évaluation des monnaies des pays asiatiques, on utilisera le critère de l'écart entre les valeurs observées et les valeurs ajustées selon les modèles 1 et 4. Tous les pays pour lesquels le rapport taux de change PPA sur taux de change courant estimé est inférieur à sa valeur observée sont des pays dont la monnaie est sous-évaluée une fois pris en compte l'effet BS (TABLEAU 4).

TABLEAU 4

Ecart à la valeur d'équilibre pour une sélection de pays en 1993

	TAUX DE CHANGE DE PPA RAPPORTÉ AU TAUX DE CHANGE COURANT, VALEUR OBSERVÉE	TAUX DE CHANGE DE PPA RAPPORTÉ AU TAUX DE CHANGE COURANT, VALEUR ESTIMÉE PAR LE MODÈLE 4	ECART EN %	TAUX DE CHANGE DE PPA RAPPORTÉ AU TAUX DE CHANGE COURANT, VALEUR ESTIMÉE PAR LE MODÈLE 1	ECART EN %
Chine	4,33	4,22	-2,6	4,07	-6,1
Indonésie	4,3	3,83	-10,9	3,46	-19,5
Philippines	3,2	3,32	3,9	3,29	2,7
Thaïlande	3,13	2,59	-17,1	2,29	-27,0
Malaisie	2,73	2,02	-25,9	1,91	-29,9
Corée du Sud	1,28	1,22	-4,5	1,34	4,5
Taiwan*	1,43	1,04	-27,2	1,16	-18,9
Hong Kong	1,21	0,82	-32,6	0,95	-22,0
Singapour*	1,42	0,85	-40,1	0,92	-35,3
France	0,87	0,85	-2,3	0,87	-0,2
Etats-Unis	1	0,85	-14,6	0,83	-16,7
Japon	0,67	0,73	9,1	0,76	12,8

* Pour Taiwan et Singapour qui n'appartiennent pas à l'échantillon d'estimation, le rapport taux de change de PPA/taux de change courant est celui de la base CHELEM du CEPII.

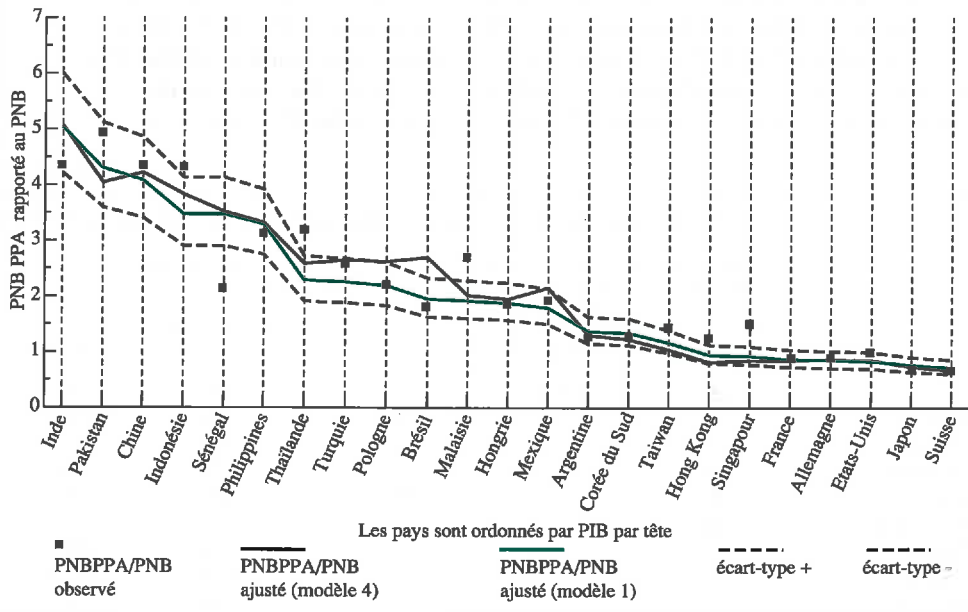
15. Remarque: $[(\alpha - \alpha^*) / [(1-\alpha^*)(1-\alpha)]] = \alpha / (1-\alpha) - \alpha^* / (1-\alpha^*)$.

16. Les deux variables de structure ne peuvent pas être éliminées simultanément sur la base d'un test de Fisher (nullité conjointe des coefficients estimés) au seuil de 5%.

Une fois pris en compte les écarts de niveau de développement dans l'optique de BS¹⁷ (résultats du modèle 1), la plupart des pays asiatiques (les Philippines, la Corée et la Chine faisant exception à la règle) ont des monnaies notoirement sous-évaluées en 1993 et plus particulièrement l'Indonésie, la Thaïlande, la Malaisie, Taiwan, Hong Kong et Singapour.

L'enrichissement du modèle de BS par des effets de structure, la scission de l'échantillon en deux sous-parties et la prise en compte du solde de la balance courante (modèle 4) ne modifient pas fondamentalement le diagnostic. Toutefois, la sous-évaluation estimée est plus faible dans le cas de certains pays asiatiques moins avancés (particulièrement dans le cas de l'Indonésie et de la Thaïlande) et plus forte dans le cas des NPI du fait de la correction liée à leurs excédents de balance courante.

Si l'on se réfère à ce tableau et au GRAPHIQUE 1 qui présente les ajustements pour une sélection de pays, une constatation essentielle apparaît : toutes les monnaies dans la mouvance du dollar américain, pas uniquement asiatiques, et le dollar lui-même sont sous-évaluées par rapport aux autres monnaies (entre autres, les monnaies européennes).

GRAPHIQUE 1
Ajustement du rapport entre PNB PPA et PNB selon l'effet Balassa enrichi


17. Lafay (1994) affirme que la correction effectuée au moyen d'une telle régression excède ce qui peut être légitimement attribué à l'effet Balassa. Des hypothèses raisonnables (par exemple $\alpha = \alpha' = 0,5$; productivité chinoise moyenne quatre fois inférieure à celle de la France) permettent pourtant d'expliquer l'ampleur des corrections qui sont proposées ici. La relative stabilité depuis 1973 de la pente de la régression effectuée par Lahrière (1995) semble d'ailleurs justifier l'emploi de la méthode.

Cependant, en 1993, dans le cas de la Malaisie, de Taiwan, Hong Kong et Singapour, il semble que la prise en compte d'un effet additionnel d'un ancrage au dollar américain ne soit pas susceptible d'expliquer seul toute la sous-évaluation résiduelle observée pour ces pays.

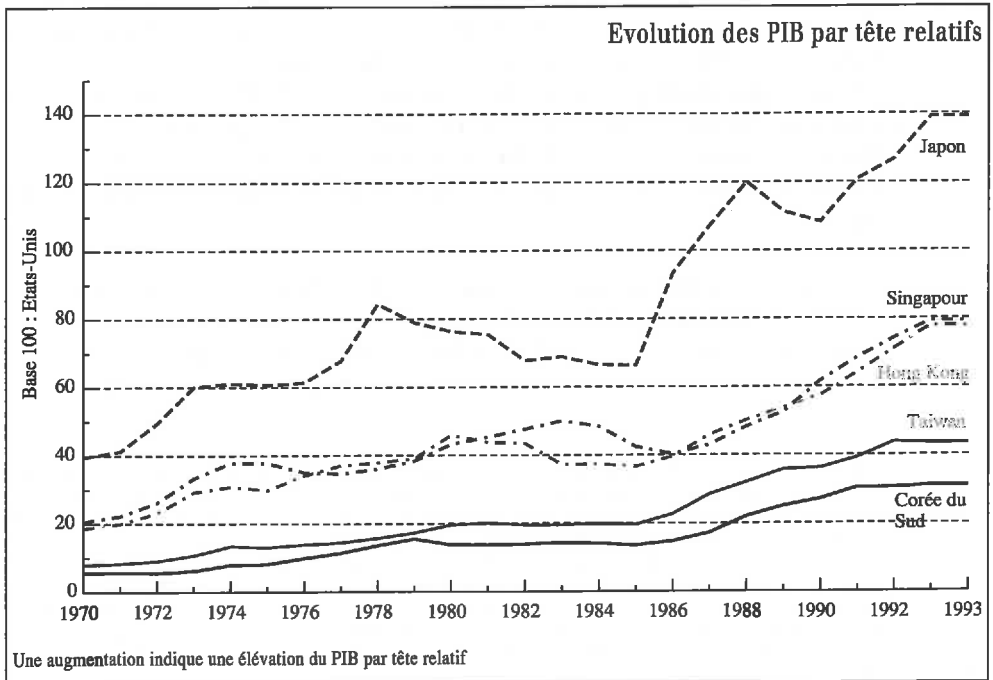
Ces considérations statiques doivent toutefois être complétées par mise en perspective historique. A titre d'exemple, en 1994 et 1995, les monnaies de Singapour et Hong Kong ont connu une appréciation réelle importante qui vient tempérer le diagnostic statique effectué en 1993. Inversement, la forte dévaluation du Renminbi au 1^{er} janvier 1994, remet en cause l'absence de sous-évaluation dans le cas de la Chine. L'évolution de la sous-évaluation des monnaies asiatiques va donc être maintenant examinée.

A nalyse temporelle de la sous-évaluation

Le PIB par tête relatif des NPI par rapport aux Etats-Unis a connu une hausse continue lors des dernières décennies, en particulier depuis 1985 (GRAPHIQUE 2).

Les monnaies de ces pays auraient donc dû, selon l'effet BS, connaître une appréciation réelle continue substantielle à l'instar de celle observée pour le yen antérieurement. Cette appréciation réelle continue est clairement observable dans le cas de Hong Kong et Singapour depuis maintenant une décennie. En revanche, les évolutions observées pour Taiwan et la Corée sont beaucoup moins conformes à cet effet de long terme, comme le montre cette partie en examinant divers indicateurs de taux de change réel.

GRAPHIQUE 2



Les pays membres de l'ASEAN et la Chine ont été volontairement écartés de cette partie pour une raison principale : la hausse de leur PIB par tête relatif vis-à-vis des Etats-Unis est soit trop faible (Chine, Philippines, Indonésie), soit trop récente (Thaïlande, Malaisie) pour justifier une appréciation de leur taux de change réel vis-à-vis du dollar américain dans la perspective de BS. On peut toutefois s'interroger sur la baisse très nette de leur taux de change réel vis-à-vis du dollar américain observée dans les quinze dernières années.

Maintien de l'écart des monnaies asiatiques à la PPA

Afin d'examiner l'évolution dans le temps de la sous-évaluation réelle des monnaies des NPI constatée en 1993, des séries de taux de change réel (par rapport aux Etats-Unis) ont été construites sur la période 1980-1994 en utilisant comme déflateur le prix du PIB¹⁸ et en les faisant coïncider avec la PPA estimée en 1993. Même si cela ne va pas sans poser des problèmes méthodologiques¹⁹, cette approche permet de déterminer approximativement l'évolution de la sous-évaluation en terme de PPA.

Le taux de change réel est clairement l'indicateur le plus pertinent pour les comparaisons de niveau de vie entre plusieurs pays puisqu'il prend en compte les évolutions relatives de prix de PIB dans l'optique revenu national. C'est pourquoi, il est utilisé dans les comparaisons internationales de richesse nationale et de revenu par tête tenant compte de la PPA.

Pour Taiwan et la Corée, après la forte appréciation enregistrée entre 1986 et 1989 suite en particulier aux pressions américaines devant la montée de leurs excédents extérieurs, le taux de change de leur monnaie s'est stabilisé. Suivant cet indicateur, l'appréciation réelle du dollar taiwanais aurait été de 20 points sur les quinze années 1980-1994, celle du won coréen de 10 points.

Cette appréciation globale semble conforme à l'effet BS car le niveau de vie relatif dans ces deux pays vis-à-vis des Etats-Unis s'est significativement élevé. Cependant, l'appréciation réelle du dollar taiwanais et du won est limitée à la période 1986-1989 et ne s'est pas poursuivie depuis le début des années quatre-vingt-dix.

Hong Kong a opté depuis 1983 pour un change fixe avec le dollar américain (*currency board*). Cette politique de change laisse les autorités monétaires très démunies pour lutter contre l'inflation due en particulier aux entrées de capitaux, ce qui entraîne une appréciation réelle structurelle du dollar de Hong Kong

18. Définir le taux de change réel à partir du prix du PIB ou du prix à la consommation n'est *a priori* pas équivalent : avec le démantèlement progressif au niveau mondial des protections douanières, les prix à la consommation, qui incorporent les importations, devraient croître moins vite que ceux du prix du PIB dans la plupart des pays. Cependant, qualitativement, le diagnostic fourni par les deux indicateurs est convergent.

19. L'assimilation implicite entre PPA relative et PPA absolue présente un problème méthodologique de taille : les statistiques d'inflation publiées dans les différents pays ne sont pas basées sur les mêmes paniers de biens et ne correspondent d'ailleurs pas à ceux utilisés pour calculer la PPA de référence en 1993 (trois optiques différentes : emplois, ressources et consommation). Cependant, ces données sont *a priori* les seules disponibles pour cette étude ; des séries longues d'estimations successives de PPA pour tous ces pays auraient bien sûr été l'idéal. C'est ce qu'ont utilisé Busson & Villa (ce numéro), à partir de données CEPII.

DES MONNAIES ASIATIQUES

(+47 % ou +58 % entre 1985 et 1994 suivant que l'on considère les prix à la consommation ou les prix du PIB). De 1980 à 1994, l'appréciation réelle du dollar de Hong Kong relativement au dollar américain n'est toutefois que légèrement supérieure à 10 %.

De même, Singapour a recherché une appréciation nominale de sa monnaie pour limiter les effets de l'inflation importée, en s'assurant ainsi une bonne crédibilité anti-inflationniste et une monnaie forte pour conforter son rôle financier. En termes réels vis-à-vis du dollar américain, le dollar singapourien s'est apprécié significativement : +40 % entre 1985 et 1994. Sur les quinze dernières années, l'appréciation réelle du dollar singapourien relativement au dollar américain n'est toutefois que de 20 %.

Contrairement à Taiwan et à la Corée, les monnaies de Hong Kong et Singapour connaissent une appréciation réelle continue conforme à l'appréciation de leur niveau de vie relatif vis-à-vis des Etats-Unis dans l'optique de BS ; leurs niveaux réels de départ étaient toutefois, comme pour les autres NPI, très favorables.

Cette approche en termes de PPA et de taux de change réel par rapport aux Etats-Unis souffre cependant de deux limites pour apprécier la compétitivité globale d'une économie : d'une part, comme le rappellent Mathieu & Sterdyniak (1994), la théorie de la PPA n'a rien à voir avec celle du commerce international, les comparaisons de pouvoir d'achat étant indépendantes des avantages comparatifs que peuvent avoir deux nations ; d'autre part, l'usage d'un taux de change réel bilatéral ignore l'importance des partenaires commerciaux de ces économies.

En particulier, les monnaies asiatiques se sont nettement dépréciées en termes réels vis-à-vis du yen ; le Japon étant pour certains de ces pays, notamment la Corée et Taiwan, le principal concurrent sur de nombreux marchés tiers, ces deux pays ont donc au total nettement gagné en compétitivité, ce qui relativise davantage encore l'appréciation réelle par rapport au dollar observée. Une étude complémentaire des indicateurs de compétitivité globale de ces économies apparaît donc nécessaire.

Coûts salariaux unitaires relatifs et prix à l'exportation

Afin de déterminer la compétitivité-prix d'une économie, il est nécessaire d'étudier l'évolution du taux de change effectif réel, c'est-à-dire d'un taux de change pondéré par le poids des principaux partenaires commerciaux et déflaté par le différentiel de prix (ou de coût) constaté avec ces partenaires sur la période. Cet indicateur étant bien sûr sensible au choix du déflateur, il semble préférable d'avoir là encore une approche non exclusive (Turner & Van't Dack, 1993). Deux déflateurs calculés par l'OCDE ont été retenus : le prix à l'exportation dans le secteur exposé (industrie manufacturière) et le coût salarial unitaire (idem)²⁰. Une évolution divergente frappante apparaît alors.

20. Le choix du système de pondération est également variable. Les indicateurs de compétitivité globale de l'OCDE retenus ici mesurent la compétitivité moyenne des pays sur les marchés à l'exportation ainsi que sur leurs propres marchés (Durand & al., 1992).

LES PRIX À L'EXPORTATION DES NPI STABLES DEPUIS QUINZE ANS. Le taux de change effectif réel à l'exportation dans le secteur exposé semble être l'indicateur le plus naturel pour effectuer des comparaisons de compétitivité. Toutefois un tel indicateur présente deux désavantages.

Seuls les biens échangeables compétitifs sur les marchés internationaux au taux de change courant interviennent dans cet indicateur. Ce biais réduit le nombre de biens pris en considération et conduit *a priori* à sous-estimer le niveau et l'évolution de cet indicateur par rapport à un indice plus représentatif de l'ensemble du secteur exposé de l'économie.

Dans le cas de biens exportés substituables, les pays sont généralement *price-taker* sur les marchés internationaux et les indicateurs de compétitivité prix à l'exportation sont donc moins sujets à des variations de forte amplitude puisque les exportateurs sont contraints d'adapter leurs marges. Cependant, des compressions de marges trop importantes ne sont pas soutenables à long terme ; un pays qui n'est plus compétitif pour un produit échangeable est en fait éliminé des marchés internationaux et le produit considéré sort de son indice de compétitivité prix à l'exportation. L'évolution des parts de marché est donc sans doute aussi importante que l'évolution de cet indicateur pour juger de la compétitivité d'un pays.

De manière générale, les prix pratiqués à l'exportation sont une moyenne pondérée des coûts de production et des prix internationaux, la pondération reflétant le pouvoir *price-maker* du pays sur les marchés internationaux. Un taux de change effectif réel à l'exportation stable peut être soit le signe d'un comportement *price-taker* des exportateurs, soit le signe d'un contrôle du taux de change.

De l'observation du GRAPHIQUE 3 qui représente les taux de change effectifs réels à l'exportation du Japon, des NPI et de la France relativement aux Etats-Unis ressortent les points suivants.

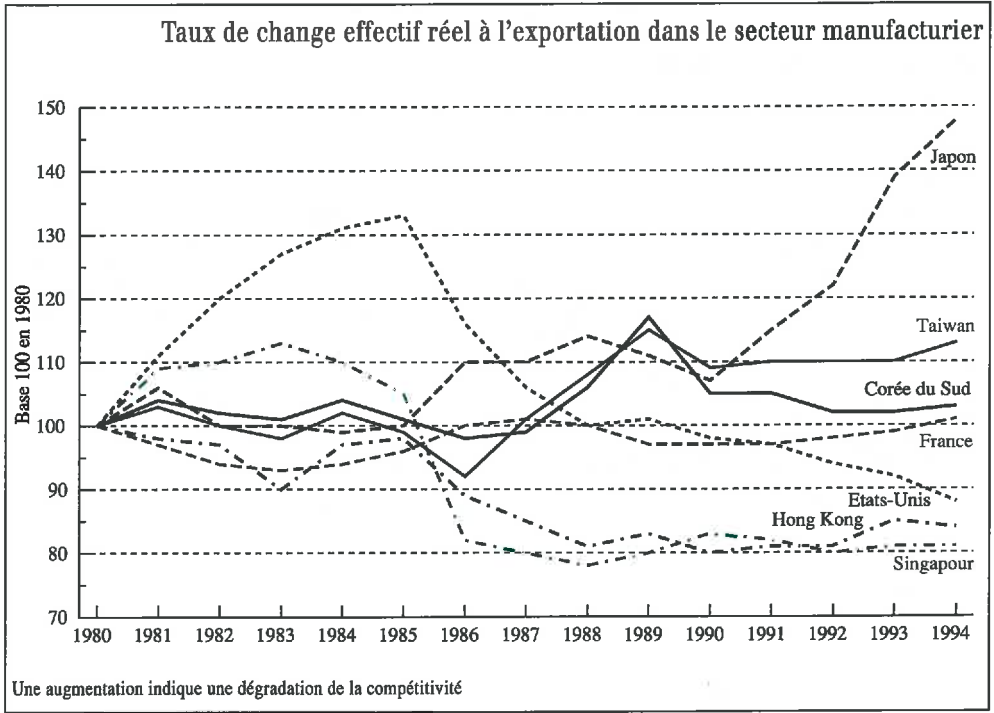
Les exportateurs américains ont perdu en compétitivité face à l'ensemble de ces partenaires commerciaux dans le début de la décennie quatre-vingt, du fait de la forte appréciation du dollar. La dépréciation de la devise américaine à partir de 1985 leur a permis de restaurer leur compétitivité et, depuis le début des années quatre-vingt-dix, celle-ci ne cesse de s'améliorer.

Hong Kong et Singapour, du fait de leur choix de politique de change (en particulier pour Hong Kong du fait du lien fixe entre le dollar de Hong Kong et le dollar américain instauré en 1984) ont bénéficié de la forte dépréciation du dollar en 1985, pour gagner significativement de la compétitivité sur les quinze dernières années. Toutefois, leur rôle grandissant de plaque tournante pour les échanges commerciaux dans leur région respective ne peut que perturber significativement de tels indicateurs.

Quant à la Corée et à Taiwan, malgré une dégradation significative entre 1986 et 1989, leur compétitivité prix est restée très bonne durant les quinze dernières années ; en 1994, la Corée se situe au même niveau qu'en 1980 et Taiwan seulement 10 points au dessus.

Depuis 1989, le Japon, avec la nouvelle appréciation forte du yen, connaît à nouveau une dégradation très importante de sa compétitivité à l'exportation (après celle enregistrée en 1986).

GRAPHIQUE 3



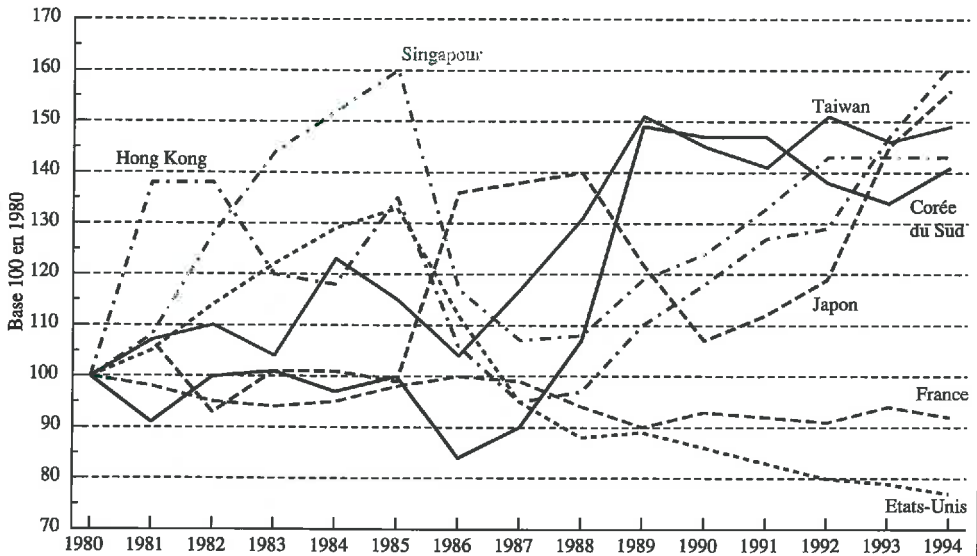
La compétitivité française est, quant à elle, restée très stable au cours des quinze dernières années.

LA HAUSSE DES COÛTS SALARIAUX DANS LES NPI DEPUIS QUINZE ANS. Le taux de change effectif réel déflaté par les coûts salariaux unitaires relatifs entre le pays considéré et ses concurrents permet d'examiner la compétitivité salariale d'un pays. Là encore, des réserves d'interprétation s'imposent : ces séries de coûts salariaux unitaires sont des séries de coûts moyens et non de coûts marginaux ce qui peut fausser l'analyse ; en effet, les changements structurels relatifs à l'intensité capitaliste peuvent influencer le diagnostic sans pour autant être liés à des considérations de compétitivité. Ainsi, des « gains de compétitivité » peuvent apparaître simplement du fait d'une utilisation plus intensive du facteur capital.

Selon le GRAPHIQUE 4, depuis 1986-87, la compétitivité relative du facteur travail dans tous les pays d'Asie de l'Est (Japon compris) s'est beaucoup dégradée alors qu'elle s'améliorait légèrement en France et fortement aux Etats-Unis. Dans le cas de Taiwan et de la Corée, cette détérioration est concentrée sur la période 1986-89.

GRAPHIQUE 4

Taux de change effectif réel mesuré par les coûts salariaux unitaires dans le secteur manufacturier



Une augmentation indique une dégradation de la compétitivité

Dans ces économies à croissance forte et connaissant le plein emploi, les salaires réels ont en effet fortement augmenté (sauf à Singapour dans les années soixante-dix, où ils ont été autoritairement limités). Le rapport du taux de change effectifs réels à l'exportation et de celui déflaté par les coûts salariaux unitaires constitue un indicateur de la « profitabilité » relative à l'exportation.

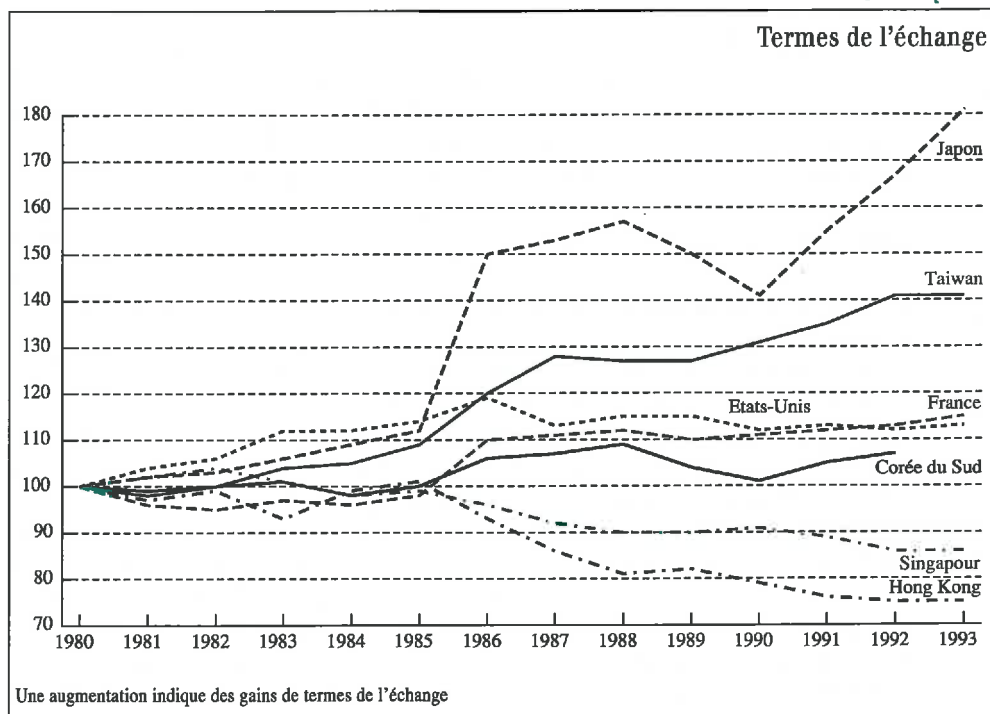
Tous les nouveaux pays industrialisés ont connu une hausse conséquente des coûts salariaux qui ne s'est pas accompagnée d'une hausse des prix à l'exportation lors des quinze dernières années. Singapour et Hong Kong auraient ainsi perdu entre 40 et 50 points en terme de profitabilité à l'exportation et Taiwan et la Corée du Sud de 20 à 30 points.

INTERPRÉTATION DE LA DIVERGENCE DES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES ET DES PRIX À L'EXPORTATION. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce résultat.

L'existence de rentes initiales : entre 1980 et 1985, les exportateurs asiatiques ont pu accumuler des marges très importantes sur les marchés extérieurs du fait des niveaux très élevés atteints par le dollar. De plus, la protection à des degrés divers de leur marché intérieur par des barrières aux échanges a assuré aux producteurs locaux des marges confortables sur leur marché domestique.

S'ajoutent à cela les gains élevés de part de marché réalisés par les exportateurs des NPI au niveau mondial et l'émergence de leurs marchés intérieurs, l'augmentation des volumes compensant une érosion éventuelle des marges à l'exportation et sur leur marché intérieur de moins en moins protégé.

GRAPHIQUE 5



Source : Banque mondiale

L'évolution favorable des termes de l'échange ensuite : les économies asiatiques sont très ouvertes aux échanges et donc beaucoup plus sensibles que, par exemple, l'économie américaine à un choc externe. Or, le contre-choc pétrolier en 1986 a eu des effets favorables très importants dans des pays comme Taiwan sur les prix des produits importés et donc des consommations intermédiaires au moment où ce pays aurait dû connaître des tensions inflationnistes du fait de ses excédents extérieurs colossaux. Cette forte sensibilité des économies asiatiques aux prix des biens importés a donc joué favorablement au moment où elles subissaient une nette dégradation de leur compétitivité salariale relative. Sur les dix dernières années, Taiwan a ainsi connu des gains de termes de l'échange très importants qui peuvent expliquer en partie comment les exportateurs de ce pays ont pu surmonter la dégradation très rapide de la compétitivité coût du facteur travail (GRAPHIQUE 5).

Cette évolution très favorable des termes de l'échange, aussi observable pour le Japon mais pas pour la Corée, s'explique sans doute par une baisse des barrières commerciales sur les produits importés mais surtout par les délocalisations massives de leurs industries intensives en main-d'œuvre dans des pays à bas salaires (Chine et Asie du sud-est pour Taiwan, et ensemble de l'Asie de l'est pour le Japon) qui leur permettent d'importer à des prix très compétitifs des produits semi-finis incorporés dans des produits exportables à plus haute valeur ajoutée, d'où un effet de ciseau sur les termes de l'échange²¹.

21. Cette remarque est aussi valable pour Hong Kong et Singapour mais leur rôle très particulier de plaque tournante commerciale fausse toute analyse des termes de l'échange.

L'analyse du partage de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (à partir des données Banque mondiale) entre les facteurs de production²² semble en outre indiquer que la hausse des salaires réels ne s'est en général pas traduite dans les NPI par un accroissement de la part des salaires dans la valeur ajoutée. En revanche, dans les pays anciennement industrialisés, la rémunération relative du facteur travail a tendance à baisser. Le déplacement vers des industries plus capitalistiques, le niveau élevé des taux d'intérêt réels, la montée du chômage, sont liées à ce mouvement. La compétitivité salariale des NPI relative à celle des pays industrialisés a donc bien tendance à s'éroder lentement mais l'ajustement semble davantage porter sur les pays développés (sous l'effet notamment des politiques restrictives et de la concurrence accrue des pays émergents) que sur les NPI eux-mêmes.

Dans le cas de Singapour et de Hong Kong, il faut aussi signaler le développement des activités de services et de réexportations. L'importance des réexportations (81 % du total des Hong Kong alors qu'elles n'en représentaient que 22 % en 1977) rend caduque la comparaison entre coûts salariaux unitaires internes et prix à l'exportation manufacturés globaux puisque ceux-ci sont tirés vers le bas par les prix des exportations des pays à bas salaires en transit (en 1994, plus de 70 % des réexportations du Territoire provenaient de Chine). Singapour est de façon similaire une plaque tournante des exportations des pays membres de l'ASEAN. Ces économies se sont, d'autre part, orientées vers les services, ce qui remet en cause l'utilisation des indicateurs de coût dans le secteur manufacturier (en 1994, la production manufacturière a représenté moins de 10 % du PIB en valeur de Hong Kong). Dans ces économies très ouvertes, les services sont d'ailleurs à classer dans le secteur exposé dans le cadre du modèle de BS.

Enfin, des biais méthodologiques, exacerbés par la profonde mutation de ces économies, expliquent aussi ce résultat : les effets qualité, de montées en gamme, de changements entre micro-secteurs sont d'autant plus importants que le pays se développe rapidement. Or, ils sont toujours pris en compte avec beaucoup de retard dans les indices de prix ce qui peut introduire des disparités importantes entre indicateurs de coûts du travail et de prix. D'autres problèmes de méthode peuvent également intervenir²³.

En conclusion, les pays asiatiques ont pu supporter cette forte augmentation de leur coûts salariaux unitaires relatifs dans le secteur exposé observée à partir de 1985 pour des raisons complémentaires très diverses : constitution de marges très importantes lors de la première partie de la décennie quatre-vingt, gains de parts de marché à l'exportation, développement de leur marché intérieur parfois encore très protégé (Taiwan, Corée), délocalisation des activités les plus intensives en main-d'œuvre (stratégie quasi-générale), évolution favorable des termes de l'échange (Japon, Taiwan), reconversion de l'économie vers les services (Hong Kong, Singapour).

22. Etant donné les problèmes de comparabilité en niveau entre les données de chaque pays, seules les tendances individuelles seront abordées.

23. Comme mentionné précédemment, l'évolution de l'intensité capitaliste est susceptible de perturber l'analyse précédente en termes de profitabilité surtout pour des pays en développement rapide comme les pays asiatiques considérés. Les prix à l'exportation à la base des taux de change effectifs réels à l'exportation sont issus de prix de production alors que les coûts salariaux unitaires correspondent à des prix de valeur ajoutée d'où un biais qui peut être important. Il ne faut pas non plus négliger les effets d'agrégation sur les marchés domestique et externes qui peuvent entraîner des différences substantielles. Or la montée en gamme beaucoup plus rapide des pays asiatiques plaide pour un renforcement de ces effets.

UNE COMPÉTITIVITÉ SALARIALE RESTÉE SATISFAISANTE. En tout état de cause, même après le rattrapage observé dans la deuxième moitié de la décennie quatre-vingt, la compétitivité salariale de Taiwan et de la Corée du Sud reste globalement très bonne en niveau dans l'ensemble du secteur manufacturier.

Les niveaux des coûts salariaux unitaires (CSU) sont en effet restés très modérés. Deux approches ont été retenues dans les études empiriques pour mesurer ces coûts : la première micro-économique avec une décomposition fine au niveau des secteurs, la deuxième macro-économique sur la base des comptes nationaux. La première, *a priori* la plus juste, est fastidieuse et présente un inconvénient majeur, outre les problèmes d'agrégation : les données sont relatives à la production et non à la valeur ajoutée. La deuxième approche basée sur la valeur ajoutée (choix théoriquement correct) est plus frustrante et présente elle aussi un problème méthodologique de taille : les estimations de PIB corrigés de la PPA ne sont pas effectuées dans une optique production mais dans une optique emploi ce qui complique le calcul des niveaux relatifs de productivité dans le seul secteur manufacturier.

Turner & Van't Dack (1993) abordent en détail ces problèmes et aboutissent à des estimations de CSU en niveau présentées dans le TABLEAU 5. Selon ces données, même si Taiwan et la Corée ont connu une dégradation sensible de leur compétitivité salariale entre 1986 et 1989, celle-ci était encore en 1993 à des niveaux très compétitifs vis-à-vis des Etats-Unis mais surtout des pays européens et du Japon. En particulier, les coûts salariaux unitaires en Corée du Sud étaient encore, en 1993, de moitié inférieurs à ceux des Etats-Unis.

TABLEAU 5

	Evolution de la compétitivité salariale				
	COÛT SALARIAL	PRODUCTIVITÉ	COÛT SALARIAL	CSU	PNB/PNBPPA
	HORAIRE	HORAIRE	UNITAIRE	ACTUALISÉS	
		CORRIGÉE	(CSU)		
	1990,	1990, BASE 100	1990, BASE 100	1993	1993, BASE 100
	US DOLLARS	ETATS-UNIS	ETATS-UNIS	(OCTOBRE)	ETATS-UNIS
Etats-Unis	17,8	100,0	100,0	100,0	100,0
Japon	15,4	78,1	110,6	165,9	149,1
Allemagne	22,4	81,8	153,5	171,2	112,3
France	21,3	83,1	143,6	142,2	115,0
Corée du Sud	2,4	29,2	46,2	47,0	78,2
Taiwan	4,4	31,7	78,6	81,2	69,9

Source : Turner & Van't Dack (1993).

L'ensemble de ces analyses laisse à penser que la Corée et Taiwan bénéficiaient avant 1986 d'une position compétitive à l'exportation exceptionnellement favorable, comme en témoignent les excédents extérieurs accumulés en particulier par Taiwan lors de la première partie de la décennie quatre-vingt.

Leur avantage compétitif initialement très important par rapport aux pays anciennement industrialisés s'est significativement résorbé dans la deuxième

partie de la décennie quatre-vingt. Toutefois, dans le cas de Taiwan, cette résorption n'a semble-t-il été que très partielle puisque ce pays a continué d'accumuler des excédents commerciaux importants. Taiwan a ainsi connu un excédent commercial cumulé de 46,6 milliards de US\$ de 1990 à 1995 (contre il est vrai un excédent commercial de 72 milliards de US\$ de 1985 à 1990).

De plus, selon tous les indicateurs retenus, leur compétitivité ne s'est pas sensiblement dégradée depuis 1990 (pour ne pas dire améliorée) alors que leur niveau de vie relatif s'élevait significativement, ce qui est contraire aux conclusions de BS.

Dans ces conditions, il convient de s'interroger sur l'existence de mécanismes qui permettraient à certains de ces pays de freiner la dégradation de leur compétitivité, ainsi que le sous-entend Lafay (1993).

Les politiques de sous-évaluation

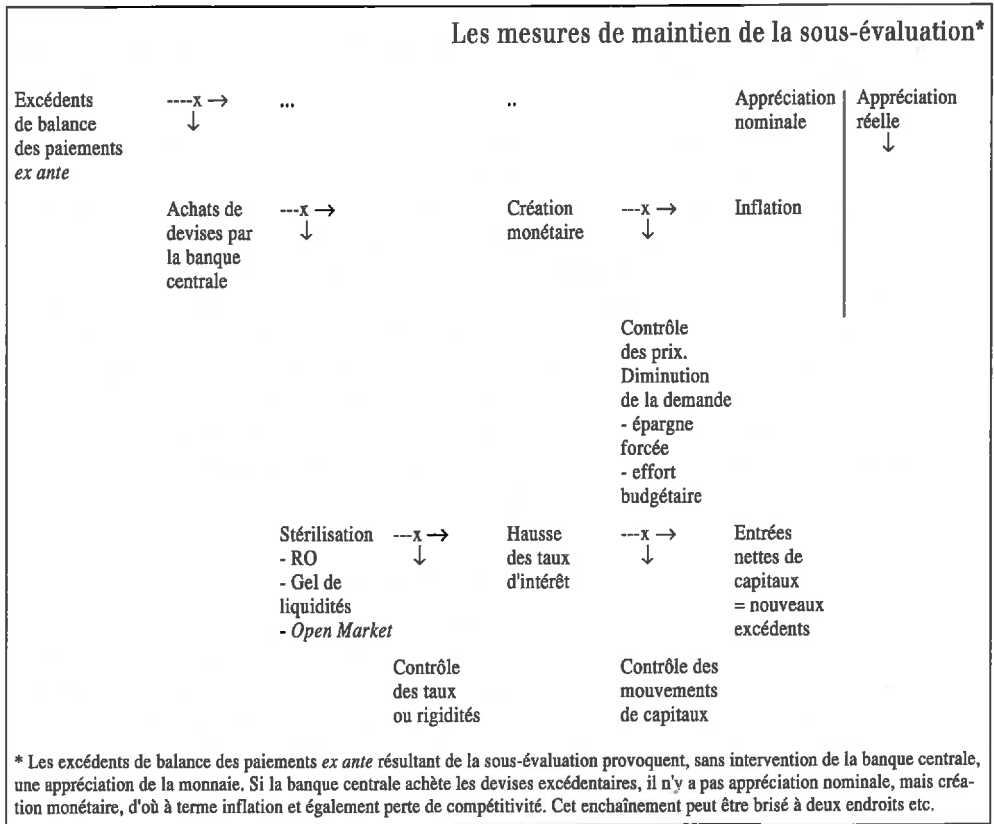
Lorsqu'aucun obstacle ne s'oppose à un tel ajustement, une situation de sous-évaluation du change doit *a priori* être corrigée progressivement par l'apparition d'excédents de la balance des paiements, ces excédents provoquant une appréciation de la parité (en change flexible) ou des tensions inflationnistes (en change fixe).

Face à l'accumulation d'excédents commerciaux ou à des entrées de capitaux, le rattachement au dollar n'est donc pas en soi de nature à préserver la sous-évaluation des monnaies asiatiques. Une politique visant à perpétuer cette sous-évaluation doit s'appuyer sur quatre instruments complémentaires, dont deux se rattachent principalement à la politique de change et deux autres à la politique monétaire :

- les interventions directes sur le marché des changes (achat de devises) afin d'éviter l'appréciation de la monnaie nationale ;
- les politiques visant « en amont », à limiter les entrées de capitaux et à favoriser les sorties ;
- les mesures de stérilisation permettant de limiter l'expansion de la masse monétaire associée aux interventions de la banque centrale (opérations d'*open market*, imposition de réserves obligatoires élevées, limitation du crédit, gel de fonds bancaires) ;
- les mesures cherchant à limiter « en aval » l'inflation dans l'ensemble de l'économie (contrôle des prix, hausse du taux d'épargne permettant de refroidir la demande et donc de limiter les tensions inflationnistes).

Les politiques de neuf pays d'Asie (Taiwan, Corée, Hong Kong, Chine, Malaisie, Singapour, Thaïlande, Indonésie, Philippines) ont été considérées à cette fin à partir d'un cadre général d'analyse (TABLEAU 6). L'examen des politiques de change ne révèle pas de volonté manifeste de sous-évaluation de la parité, sauf dans le cas de Taiwan, et, à un moindre degré, de Singapour et de la Corée.

TABLEAU 6



L'absence de toute appréciation significative de la parité réelle

Comme indiqué plus haut, les pays est-asiatiques n'ont pas subi, à l'exception de Hong Kong et de Singapour, d'appréciation réelle significative de leur monnaie par rapport au dollar depuis 1980. Au vu d'un examen approfondi sur la période la plus récente, ils semblent cependant se diviser en quatre catégories bien distinctes du point de vue des objectifs implicites et des résultats de leurs politiques de change (TABLEAU en annexe ²⁴).

Les Philippines pratiquent la politique de change la plus flexible de la zone. Depuis 1992, les autorités semblent se contenter de lisser les évolutions nominales dans un sens ou dans l'autre.

Les deux centres financiers (Hong Kong et Singapour) payent d'une certaine appréciation réelle la crédibilité nécessaire à l'exercice de leurs activités : Hong Kong observe depuis 1983 un régime de parité fixe avec le dollar extrêmement contraignant (*currency board*, mécanisme d'émission gagée sur les avoirs en devises) qui ne lui permet pas de compenser les différentiels d'inflation ou même d'employer une politique monétaire rigoureuse pour lutter contre celle-ci ;

24. Les politiques de change des pays asiatiques au 31 décembre 1995.

Singapour tolère une certaine appréciation par rapport à la devise américaine afin de soutenir sa stratégie anti-inflationniste.

De fortes entrées de capitaux se conjuguant avec un imposant excédent commercial, la Chine n'a fait que limiter depuis 1994 l'appréciation nominale de sa monnaie, sans pouvoir empêcher une appréciation très sensible de sa parité réelle. Il est vrai que le pays dispose de réserves importantes de compétitivité depuis la dévaluation du 1^{er} janvier 1994.

Que l'on considère les objectifs affichés ou les résultats obtenus, cinq pays paraissent au contraire chercher à préserver leur compétitivité par leur politique de change : l'Indonésie maintient depuis plusieurs années une dépréciation régulière (4 à 5 % par an) vis-à-vis du dollar américain qui lui permet de stabiliser son change effectif réel ; la Malaisie et la Thaïlande font de même, avec une dépréciation plus faible en raison de leur inflation maîtrisée ; la Corée et Taiwan ne tolèrent que de très faibles appréciations par rapport à la devise américaine, et semblent profiter des faiblesses de cette dernière pour maintenir leur parité réelle. C'est bien entendu surtout cette dernière catégorie de pays qui peut susciter des doutes quant à une éventuelle volonté de sous-évaluation monétaire.

Le recours à la stérilisation

La stabilisation du change par des achats de devises ne suffirait pas à préserver la compétitivité de l'économie si elle n'était accompagnée de mesures limitant les tensions inflationnistes générées par la création monétaire, en agissant sur les prix eux-mêmes, sur la demande, ou sur la masse monétaire.

Dans le cas du contrôle des prix, la Chine n'est pas le seul pays de la zone à pratiquer encore un encadrement d'une part importante des prix, qu'elle étend si de besoin. La Thaïlande et surtout la Malaisie, confrontées à une recrudescence de l'inflation, ont ainsi renforcé le contrôle de certains prix en 1995.

La hausse du taux d'épargne permet de réduire la demande et donc les tensions inflationnistes. A condition qu'il n'y ait pas d'effet d'équivalence ricardienne, les administrations peuvent être directement à l'origine de ce surcroît d'épargne : la Malaisie et surtout la Thaïlande se sont ainsi engagées dans des politiques budgétaires très restrictives (excédents budgétaires parfois supérieurs à 5 % du PIB). Le suréquilibre du budget peut toutefois entraîner une insuffisance de l'investissement public, génératrice de nouvelles tensions (goulots d'étranglement) et ne suffit pas en soi à refroidir une économie (actuellement en Thaïlande). Les Etats peuvent également essayer de contraindre les entreprises ou les ménages à épargner davantage. Les fonds de retraite en Corée, en Malaisie, et surtout à Singapour ont permis d'accroître l'épargne nationale²⁵ et de l'orienter vers des usages spécifiques (obligations publiques, qui représentent 70 % de l'épargne investie par le fonds de pension national en Malaisie ; investissements en infrastructures) : l'épargne nationale brute représentait ainsi 47 % du PIB à Singapour en 1994.

25. L'épargne des pays est-asiatiques est en général naturellement forte (FMI, 1995b). Mais les stratégies volontaristes permettent d'accroître encore cette épargne (Young, 1992) ; de même, selon Chang (1995), l'Employees Provident Fund n'aurait pas permis d'élever l'épargne nationale en Malaisie mais aurait évité une baisse de l'épargne privée.

Tous les pays considérés procèdent à des mesures de stérilisation visant à réduire l'expansion de la masse monétaire consécutive aux achats de devises par la banque centrale. Elles consistent notamment²⁶ à imposer le dépôt de liquidités à la banque centrale ou à les emprunter. Dans tous les cas, ces ressources sont retirées du circuit financier et ne peuvent plus être prêtées.

Des réserves obligatoires (R.O.) élevées permettent de réduire le multiplicateur de crédit. On peut en effet remarquer des niveaux de R.O. élevés dans l'ensemble des pays de la zone, sauf en Indonésie. Cela s'explique souvent par un manque de maturité du système financier (Philippines, Chine, où les imperfections du système de paiement obligent même les banques à détenir des réserves supérieures à la norme légale) mais ce n'est certainement pas le cas de Taiwan (taux proche de 25 %). L'évolution des R.O. est également significative (relèvement concomitant aux fortes entrées de capitaux, à Taiwan, en Malaisie, et en 1995, en Indonésie).

Le dépôt obligatoire de certains fonds publics à la banque centrale est équivalent à l'imposition de réserves obligatoires de 100 % sur ces liquidités. Les fonds du réseau de collecte de la poste sont ainsi placés à la banque centrale à Taiwan. La Malaisie et l'Indonésie ont, à certaines périodes, recouru à des pratiques analogues. La Thaïlande a quant à elle réduit considérablement la part des fonds du Trésor public qui étaient gérés par des banques privées au moment où les entrées de capitaux s'intensifiaient.

Les opérations d'*open market* peuvent enfin contribuer à éponger les liquidités excédentaires. Les économies qui défendent leur compétitivité par le change sont également celles qui ont émis massivement des bons à court terme lors des périodes de fortes entrées de capitaux. Ainsi à Taiwan, l'encours de bons du trésor (TB-B), certificats de dépôts et bons d'épargne a culminé à près de 30 % de M2 en 1987, année record pour l'excédent commercial.

La restriction aux entrées nettes de capitaux

L'achat stérilisé de devises a un coût : la différence de rendement entre un investissement dans l'économie et les placements en devises faiblement rémunérés, dans lesquels sont investies les réserves, ce coût étant réparti différemment suivant le mode de stérilisation entre la banque centrale et le reste des agents ; par conséquent, il a aussi une limite : il tend à accroître les taux d'intérêt. Les réserves obligatoires ont un coût de non rémunération pour les banques qu'elles peuvent répercuter sur leurs clients ; les émissions de bons à court terme, si ces titres ne sont pas ceux que recherchent les investisseurs étrangers, augmentent également les taux par effet d'éviction. L'élévation des taux contribue alors à attirer davantage de capitaux étrangers, qu'il faut de nouveau éponger, ce qui rend finalement la stérilisation coûteuse et inefficace (Calvo & al., 1993). Deux solutions sont possibles : empêcher la hausse des taux ou restreindre directement les mouvements de capitaux.

26. On peut rattacher à ces mesures de stérilisation toutes pratiques visant à restreindre le crédit sans recourir à une hausse des taux d'intérêt (on verra plus loin l'importance de l'absence de relèvement des taux) : rationnement du crédit offert aux entreprises publiques (Chine), restriction du crédit à la consommation (Thaïlande, fin 1995).

L'encadrement du crédit caractérise les économies peu développées financièrement. A ce titre, il a longtemps été le fait des pays asiatiques et est encore pratiqué en Chine. Mais même dans les pays asiatiques qui ont connu une certaine libéralisation financière, les taux d'intérêt présentent des rigidités, parce que l'essentiel du crédit passe par les banques, que le marché bancaire reste très réglementé ou que les banques publiques occupent une position dominante. Chinn & Dooley (1995) montrent ainsi que les taux d'intérêt des prêts ne réagissent pas aux variations du taux du marché interbancaire à Taiwan, en Thaïlande, en Corée et en Indonésie, au cours de la dernière décennie.

Les investissements et emprunts auprès d'entités non résidentes sont, en général, étroitement contrôlés ou taxés, et ces restrictions aux mouvements de capitaux sont, en cas de besoin, renforcées lors des périodes de fortes entrées de capitaux (la Chine, la Malaisie et la Thaïlande l'ont fait dernièrement). La capitalisation boursière détenue par les non-résidents est par ailleurs souvent plafonnée. Les surpris que doivent payer les investisseurs étrangers pour acquérir les valeurs phares des bourses de Taiwan, Singapour et Séoul révèlent l'ampleur de cette contrainte.

Symétriquement, les investissements des résidents à l'étranger peuvent être encouragés. Cette incitation peut être simplement verbale : campagnes de promotion de l'investissement en Asie du sud-est, en Corée comme à Taiwan, déclaration récente d'un membre influent du gouvernement singapourien « mettant à disposition » des investissements à l'étranger 40 milliards de dollars, soit la moitié des réserves de change ; ou se traduire par une tolérance plus grande de la commission chargée d'autoriser l'investissement à l'étranger ou financièrement, par d'importantes facilités de crédit (Corée). De façon analogue, la Malaisie et la Thaïlande ont libéralisé partiellement les sorties de capitaux à un instant propice²⁷, et la Corée a remboursé par anticipation sa dette extérieure de façon opportune.

Lorsque ces sorties de capitaux prennent la forme de délocalisations d'activité, s'ajoute à l'effet monétaire de la réduction de l'excédent de la balance des paiements celui d'une diminution du prix des biens importés. Ces importations contribuent à modérer l'inflation et ne dégradent pas les soldes externes si elles sont incorporées dans la production des exportations. Cet effet a pu jouer principalement dans les NPI et en Malaisie.

Une compétitivité préservée en dépit des excédents

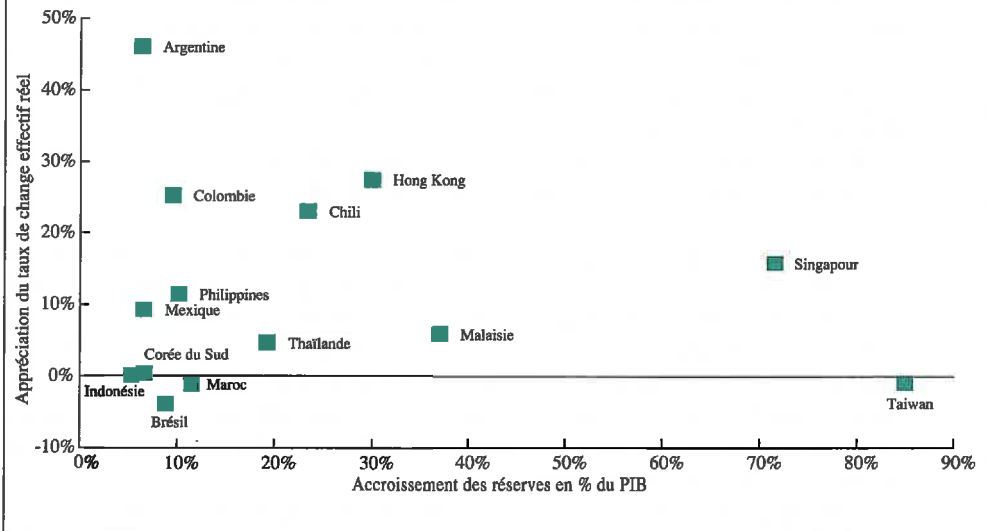
Il est très difficile d'évaluer l'efficacité de cet ensemble de mesures car certaines variables cruciales sont inobservables, comme les excédents de balance des paiements *ex ante* (c'est-à-dire avant qu'il y ait ou non modification de la parité sous leur influence, ou d'éventuelles restrictions aux entrées de capitaux).

Les analyses économétriques que l'on peut réaliser sur des variables macro-économiques s'avèrent, pour cette raison, assez peu concluantes. Une étude

27. Il faut toutefois préciser que la libéralisation des sorties de capitaux peut paradoxalement encourager les entrées (Bartolini & Drazen, 1995).

GRAPHIQUE 6

Variation de réserves et perte de compétitivité sur les cinq années consécutives de plus forte croissance des réserves depuis 1980



Sources : FMI, PEE Hong Kong, JP Morgan

approfondie, à partir de variables révélant ces excédents de balance des paiements *ex ante* (notamment les écarts de rendements offerts pour un même actif, selon que l'investisseur soit national ou étranger, et qui reflètent les entrées de capitaux qui pourraient se produire en cas de levée des restrictions financières) serait nécessaire. A ce stade, on ne peut que constater la performance en matière de stérilisation de certaines économies asiatiques (Singapour, Taiwan), qui ont réussi à maîtriser leur inflation et à maintenir leur compétitivité, tandis que leurs réserves progressaient vivement (GRAPHIQUE 6).

Il semble toutefois que les capacités d'absorption des excédents de balance des paiements ne soient pas infinies dès lors qu'a eu lieu un minimum de libéralisation financière. L'excès de liquidités circulant dans l'économie à Taiwan et en Corée à la fin des années quatre-vingt a provoqué une inflation du prix des actifs à la bourse et, malgré les mesures prises pour orienter les capitaux prioritairement vers l'investissement productif, dans l'immobilier. Ces pays ont dû se résoudre à apprécier leurs monnaies également pour cette raison.

Quelques cas de sous-évaluation délibérée

A l'exception de 2 cas sur 9 (Philippines et Hong Kong), on a pu mettre en évidence un ensemble relativement complet de mesures destinées à préserver la compétitivité et notamment à empêcher de fortes entrées de capitaux. Une telle politique ne peut se justifier que sous certaines hypothèses : (1) l'excédent de balance des paiements a pour origine des flux de capitaux temporaires ; (2) l'appareil exportateur serait durablement endommagé par une appréciation

provisoire du change réel (effet d'hystérésis décrit notamment par Krugman, 1989) ; (3) la dégradation du solde courant provoquerait alors une crise de balance des paiements, notamment en cas de retrait brutal des capitaux étrangers²⁸, ou une dynamique incontrôlée de l'endettement externe.

Une telle argumentation peut être acceptée pour trois pays de l'ASEAN (Malaisie, Thaïlande, Indonésie) qui présentent des déficits courants importants. Elle peut éventuellement être appliquée à la Chine jusqu'à la dévaluation de 1994 (depuis lors, la tendance est, comme on l'a signalé, à une réduction de l'avantage de compétitivité obtenu par cette dévaluation).

Reste alors le cas de trois NPI, qui ont dépassé le stade de développement où leur situation financière extérieure peut être vulnérable.

La Corée a, à la fin des années quatre-vingt, accumulé des excédents externes et restreint les entrées de capitaux. Elle n'enregistre plus aujourd'hui d'excédent courant et poursuit à petits pas un programme de libéralisation financière dans le cadre de la procédure d'admission à l'OCDE (levée progressive des restrictions aux mouvements de capitaux, élargissement par étapes de la bande de fluctuation quotidienne du won). Il semble clair toutefois que les autorités coréennes souhaiteraient, si l'OCDE y consent, conserver un certain nombre de contrôles afin de ne pas dégrader leur compétitivité.

Singapour a connu une appréciation modérée de sa devise qui est sans commune mesure avec les excédents de balance des paiements observés simultanément. Le dispositif d'épargne « forcée » que représente le fonds de prévoyance national et les restrictions à l'internationalisation du dollar singapourien, qui sont bien plus importantes qu'on ne le croît couramment, peuvent expliquer ce résultat.

Taiwan présente, notamment en raison des craintes qu'inspirent les tentatives de déstabilisation de la Chine continentale, le dispositif le plus complet de lutte contre la dégradation de sa compétitivité²⁹. Grâce à ce dispositif, Taiwan a, au cours des années quatre-vingt, accru ses réserves de change sans appréciation réelle de la parité, à des niveaux qui, en nombre de mois d'importations de biens et de services (10 mois), sont environ quatre fois supérieurs à ceux de la moyenne des pays industrialisés³⁰. Cet état de fait n'a pas échappé aux autorités américaines qui, comme dans le cas de la Corée, ont fait pression à diverses reprises pour que les marchés des capitaux soient libéralisés et les disciplines de change assouplies. Elles n'ont été que partiellement entendues³¹. Si la situation de Taiwan paraît aujourd'hui moins exceptionnelle (réserves stables en 1995), cela est autant dû aux tensions politiques avec la Chine et à leur effet dissuasif sur les investisseurs étrangers qu'aux timides mesures de libéralisation.

28. Le système bancaire serait également sévèrement touché par un reflux brutal des capitaux (Reisen, 1995).

29. Celui-ci rappelle, par certains côtés, la situation de l'économie japonaise jusqu'à la fin des années soixante-dix (OCDE, 1984).

30. « What's under Asia's Mattress ? », *The Economist*, 18 novembre 1995.

31. Le dernier rapport du Département du Trésor américain (1995) estime que les autorités coréennes, taïwanaises et chinoises n'ont pas manipulé en 1994 leur taux de change, contrairement à ce qui avait pu être observé dans le passé. Il demande toutefois une poursuite de la libéralisation financière de ces économies, les instruments de contrôle actuels ayant la faculté de pouvoir s'opposer à l'ajustement naturel du change, et ne jugent bien sûr que des ajustements par rapport au dollar américain.

CONCLUSION

Certaines monnaies asiatiques paraissent effectivement sous-évaluées, bien qu'à un degré moindre à ce qui a été parfois affirmé.

Les ressorts de cette sous-évaluation semblent, en dernière analyse, de trois ordres :

- la faiblesse de la devise américaine, que celles-ci suivent encore très largement ;
- le sous-développement économique (effet Balassa) et financier (obstacles aux ajustements du change réel) de nombreux pays ;
- dans quelques cas (Taiwan en particulier), une politique délibérée de préservation de la compétitivité.

On peut alors s'interroger sur les conséquences de cette sous-évaluation. Doit-elle être dénoncée ? La réponse est là encore à nuancer.

Cette sous-évaluation a sans doute, comme le soulignait un rapport célèbre de la Banque mondiale (1993) contribué à la formidable croissance des pays asiatiques, en favorisant leurs industries exportatrices. La réussite de ces pays en développement est probablement une bonne chose même pour les pays industrialisés, dans la mesure où ceux-ci bénéficient en retour de nouveaux marchés et ne doivent pas continuer à leur verser une aide au développement coûteuse.

La concurrence que livrent dans ces conditions les pays asiatiques, tant en termes commerciaux qu'en termes d'attraits des investissements, est en revanche plus problématique quant au maintien des emplois dans les pays industrialisés. Les pays d'Asie sont parfois soupçonnés simultanément d'accumuler des excédents courants conséquents et d'attirer d'importants flux de capitaux, au risque d'assécher l'épargne mondiale. Ces deux périls paraissent au premier abord incompatibles, de par la notion même d'équilibre de balance des paiements³². Mais ils le deviennent en cas d'augmentation continue du niveau des réserves de change, ce qui a été le cas dernièrement pour la quasi totalité des pays asiatiques (la Chine a en 1994 et 1995 pris le relais de Taiwan, cas le plus flagrant dans le passé). Une telle situation peut perdurer si l'accroissement des réserves de change ne s'accompagne pas d'une érosion de la compétitivité. L'appréciation réelle des monnaies asiatiques est donc la condition *sine qua non* pour que ces pays ne puissent pas à la fois cumuler excédents courants et entrées nettes de capitaux.

La réduction de leur avantage de compétitivité par le change suppose *in fine* plusieurs évolutions.

Au niveau international, la clef de la correction des déséquilibres observés semble partiellement résider dans la parité dollar-yen : en effet, le Japon accumule des excédents colossaux non seulement vis-à-vis des Etats-Unis mais aussi des pays asiatiques, en particulier des NPI (l'excédent commercial du Japon sur les quatre NPI a été supérieur à 60 milliards USD en 1995). Ces déséquilibres extérieurs vis-à-vis du Japon, qui limitent les excédents extérieurs globaux des NPI, contrecarrent l'appréciation réelle des monnaies de ces pays vis-à-vis des devises des pays tiers, en particulier européens, dont les positions extérieures vis-à-vis de

32. C'est ce que dit Krugman (1995) en se gaussant des économistes qui dénoncent la concurrence des pays asiatiques. On voit ici les limites de son raisonnement.

la région sont sensiblement différentes de celle du Japon. Comme les effets correcteurs de la hausse du yen seront probablement longs à se matérialiser, les économies européennes seraient sans doute les grandes perdantes du maintien de ce *statu quo* aussi bien en terme de compétitivité commerciale que de concurrence pour les investissements étrangers.

Au niveau régional, la dynamique d'intensification des relations économiques en Asie de l'Est aussi bien en termes d'échanges commerciaux que de flux de capitaux pourrait, à moyen terme, remettre en cause le choix du dollar américain comme ancre des politiques de change asiatiques (Bénassy, 1996). L'appréciation réelle des monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar et des monnaies européennes pourrait en être facilitée.

Au niveau des économies d'Asie elles-mêmes, leur développement doit s'accompagner progressivement d'une ouverture de leurs marchés financiers, dans les meilleurs délais pour celles ayant déjà atteint un niveau suffisant de développement (Taiwan, Corée).

Si grâce aux pressions américaines – et, dans le cas de la Corée, à la procédure d'admission à l'OCDE – les restrictions aux entrées de capitaux sont progressivement levées et si une légère appréciation par rapport au dollar est désormais tolérée, la libéralisation financière de ces deux économies, seule garante de l'absence d'avantage monétaire durable, peut paraître insuffisante et doit être vivement encouragée.

Devant les vagues successives constituées par la montée en puissance des NPI, puis des membres de l'ASEAN et enfin par la Chine, la capacité des économies européennes à supporter des taux de change durablement surévalués peut être remise en cause, surtout si ces pays ne connaissent pas d'appréciation de leur parité réelle.

La pire des configurations serait le maintien de la position extrêmement compétitive des pays émergents d'Asie, malgré l'afflux de capitaux étrangers. Un processus d'ajustement aussi lent que dans le cas du Japon semble heureusement improbable. En effet, il impliquerait des déficits extérieurs cumulés colossaux pour les économies occidentales, générateurs, dans le contexte actuel de mobilité des capitaux, d'une forte instabilité financière et d'importantes tensions politiques.

Mais même en cas d'appréciation réelle des monnaies asiatiques, les économies européennes continueront de subir les effets d'éviction sur certains investissements productifs liés au développement rapide des pays d'Asie, les taux de rendement internes exigés sur les projets étant revus à la hausse et l'ouverture financière de ces pays risquant même d'aggraver le phénomène. Les taux d'intérêt réels mondiaux pourraient alors se maintenir aux niveaux très élevés observés dans les dernières années (FMI, 1995b). Aussi, le développement des activités des entreprises européennes sur le marché asiatique par l'essor du commerce – que la réévaluation des monnaies de la zone devrait favoriser – et de l'investissement, semble être le seul moyen de tirer un bénéfice de la montée en puissance des économies asiatiques, qui, de toutes façons, se fera avec ou sans elles.

On peut enfin s'interroger sur l'opportunité de modifier la politique économique en Europe même. En effet, à l'exception des pays qui ont connu, depuis 1992, une forte dépréciation de leur monnaie suite aux crises successives du SME, la quasi totalité des pays membres de l'Union européenne sont concernés

par ces problèmes, et particulièrement ceux qui envisagent de participer immédiatement à l'Union monétaire. Dans ce contexte, il est essentiel de s'interroger dès maintenant sur le niveau réel adéquat de l'Euro vis-à-vis du dollar et du yen pour éventuellement tenter de rétablir un équilibre plus favorable à l'Europe au sein d'un système de changes mondial tripolaire.

F. B. et D. J.

RÉFÉRENCES

- Allais M. (1994), « La concurrence des pays à bas salaires », *Le Figaro*, 20 décembre.
- Artis P. & M. Taylor (1993), *DEER Hunting: Misalignment, Debt Accumulation, and Desired Equilibrium Exchange Rates*, IMF Working Paper WP/93/48, FMI, juin.
- Asea P. & W. Corden (1994), « The Balassa-Samuelson Model : An Overview », *Review of International Economics*, octobre, pp. 191-200.
- Balassa B. (1964), « The Purchasing Power Parity Doctrine : A Reappraisal », *Journal of Political Economy*, décembre, p. 584-96.
- Banque mondiale (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*.
- Banque mondiale (1995), *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, p. 51.
- Banque mondiale (1995b), *Managing Capital Flows in East Asia*, Discussion Paper, mai.
- Banque des Règlements Internationaux (1995), *Rapport annuel*, pp. 70-71.
- Bartolini L. & A. Drazen (1995), *Capital Account Liberalization as a Signal*, communication au colloque de l'European Economic Association, Prague, septembre.
- Bayoumi T., P. Clark, S. Symansky & M. Taylor (1994), *The Robustness of Equilibrium Exchange Rate Calculations to Alternative Assumptions and Methodologies*, in Williamson (1994), pp. 19-59.
- Bénassy A. (1996), « Régimes et politiques de change en Asie », *Economie internationale*, la revue du CEPII, n° 66, 2^e trimestre, Paris : la Documentation française.
- Calvo G., L. Leidermann & C. Reinhart (1993), *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: the Role of External Factors*, IMF staff papers, vol. 40, n° 1.
- Chang C. (1995), *Malaysia's Experience with Provident and Pension Systems : Reforms and Impact on Saving Rate*, étude présentée au séminaire OCDE sur les économies dynamiques non-membres, 10-11 octobre 1995.
- Chinn M. & M. Dooley (1995), *Asia-Pacific Capital Markets: Integration and Implications for Economic Activity*, NBER n° 5280, Cambridge, Mass..
- Clark P., L. Bartolini, T. Bayoumi & S. Symansky (1994), *Exchange Rates and Economic Fundamentals, a Framework for Analysis*, IMF Occasional Paper N° 115, décembre.
- De Gregorio J., A. Giovannini & T. H. Krueger (1993), *The Behavior of Non Tradable Goods Prices in Europe: Evidence and Interpretation*, IMF Working Paper WP/93/45, FMI, mai.
- Département du Trésor américain (1995), *Interim Report to The Congress on International Economic and Exchange Rate Policy*, Washington DC, août, p. 17 et 19.
- DREE (1994), « Echanges internationaux, délocalisations, emploi », *Notes bleues*, ministère de l'Economie et des Finances, Paris, novembre.
- Durand M., J. Simon & C. Webb (1992), *Les indicateurs de compétitivité et de commerce internationaux de l'OCDE*, Document de travail n° 119, département des affaires économiques, OCDE.
- FMI (1995), « Policy Responses to Previous Surges in Capital Inflows », in *International Capital Markets, Developments, Issues and Prospects*, août, p. 80-108.

- FMI (1995b), *Perspectives de l'économie mondiale*, numéro spécial sur l'épargne mondiale, mai, p. 77.
- Heston A., D. Nuxoll & R. Summers (1994), « The Differential Productivity Hypothesis and Purchasing Power Parities: Some New Evidence », *Review of International Economics*, Vol. 2, Issue 3, octobre, pp. 227-243.
- Krugman P. (1989), *Exchange Rate Instability*, MIT Press.
- Krugman P. (1995), « Growing World Trade: Causes and Consequences », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995,1, repris en partie de l'allocation prononcée au congrès de la Royal Economic Society, Canterbury, avril.
- Kwan C. (1994), *Economic Interdependence in the Asia-Pacific Region: Towards a Yen Bloc*, Routledge, p. 19.
- Lafay G. (1993), « Commerce mondial : la montée en puissance de l'Asie », *Alternatives économiques* n° 16.
- Lafay G. (1994), « Concurrence internationale : des enjeux occultés », *le Figaro*, 15 décembre.
- Lahrèche A. (1995), « Sous-évaluation monétaire des pays en développement d'Asie », *Chroniques de la SEDEIS*, Paris, 15 juin.
- Layard R. & S.-J. Nickell (1985), « The Labour Market », in *The Performance of the British Economy*, R. Dornbush & R. Layard eds., Oxford : Clarendon Press, 1987, pp. 131-179.
- Matthieu C. & H. Sterdyniak (1994), « L'émergence de l'Asie menace-t-elle l'emploi ? », *Observations et diagnostics économiques*, revue de l'OFCE, janvier.
- Obstfeld M. (1995), « International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- OCDE (1984), *Japon*, Etudes économiques, juillet.
- Reisen E. (1995), *The Management of Capital Flows: Lessons from Latin America and Asia*, International Forum on Latin American Perspectives, OCDE, 9-10 novembre.
- Turner J. & P. Van't Dack (1993), *Measuring International Price and Cost Competitiveness*, Bank for International Settlements Economic Papers, 39.
- Williamson J. (1985), *The Exchange Rate System*, Washington : Institute for International Economics.
- Williamson J. (1994), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington : Institute for International Economics.
- Young A. (1992), « A Tale of Two Cities: Factor Accumulation and Technical Change in Hong Kong and Singapore », in *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Mass., p. 13-54.
- Young A. (1995), « The Tyranny of Numbers: Confronting Statistical Realities in the East Asian Growth Experience », *Quarterly Journal of Economics*, 110.

ANNEXE

Les politiques de change des pays asiatiques au 31 décembre 1995

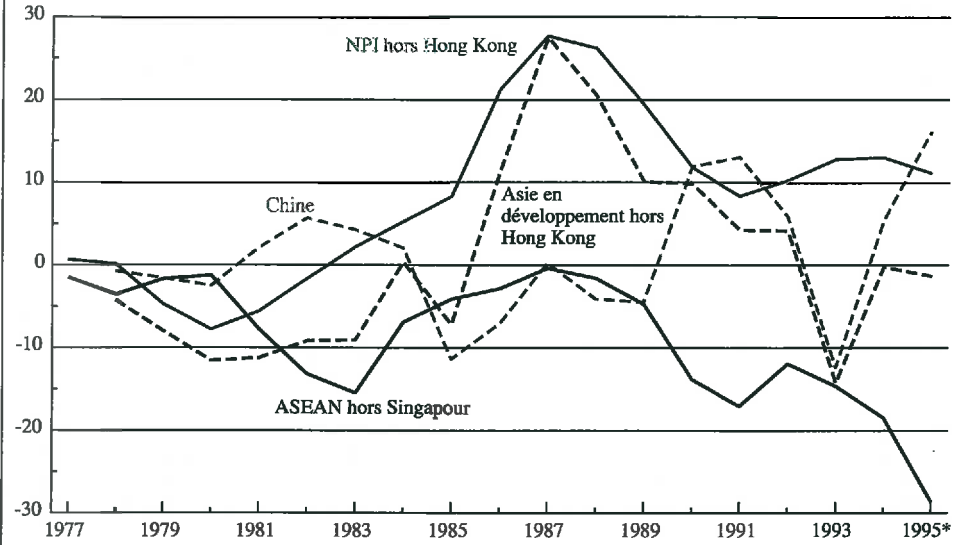
	TAIWAN	CORÉE	HONG KONG	CHINE	MALAISIE	SINGAPOUR	THAÏLANDE	PHILIPPINES	INDONÉSIE	
Régime de change et objectif implicite.	Flottement administré. L'objectif de la banque centrale est : 1. limiter l'inflation ; 2. préserver la compétitivité. De fait, relative stabilité / dollar.	Flottement administré. Fluctuations quotidiennes limitées à 2,5% par rapport au dollar depuis décembre 95 (1,5% auparavant).	Currency board. Parité fixe avec le dollar.	Flottement administré, depuis la dévaluation du 1/1/94. Les mouvements quotidiens par rapport au dollar, limités à 0,3%, ont permis une légère appréciation nominale.	Flottement administré. Légère appréciation nominale par rapport au dollar.	Flottement administré. Légère appréciation nominale par rapport au dollar.	Change fixe par rapport à un panier de monnaies. De fait, grande stabilité par rapport au dollar.	Flottement assez libre depuis 1992. La banque centrale intervient faiblement, pour lisser les évolutions.	Flottement administré, recherchant une stabilisation réelle. Dépréciation annuelle de 4 à 5% par rapport au dollar.	
Evolution du change effectif réel.	Change stable (0% en 1994, +1% en 1995).	Légère dépréciation (3% en 1994, 2% en 1995).	Appréciation : 4% en 1994, 5% en 1995.	Fortte appréciation (40% depuis janvier 1994).	Grande stabilité du change réel (0% en 1994 et en 1995).	Légère appréciation (3% en 1994, 1% en 1995).	Change stable (0% en 1994, -1% en 1995).	Change stable (1% en 1994, 0% en 1995).	Change stable (0% en 1994, -2% en 1995).	
Convertibilité au sens des paiements courants.	Oui.	Convertibilité courante depuis 1988.	Convertibilité totale.	Parité unique depuis 1994. Convertibilité courante envisagée.	Convertibilité courante depuis 1988.	Convertibilité courante depuis 1988.	Convertibilité courante depuis 1990.	Oui.	Convertibilité courante depuis 1968.	
Stérilisation par open market.	Oui. Les émissions ont culminé en 1987 à 30% de M2. En 1994, environ 1% de M2.	Oui. Depuis 1992, émission de Monetary Stabilization Bonds (volume en 93: 21,7% de M2).	Depuis 1993, pour lisser évolutions de court terme uniquement.	A titre expérimental, depuis 1995.	Oui, de 1990 à 1993. Les emprunts et les émissions de la banque centrale se sont élevés à 40% de M2 en 1993.	Oui.	Oui.	Oui, surtout en 1992. Reverse repos en partiel.	Oui, surtout en 1991-93. Émission de Money Market Securities et Bank Indonesia Certificates = 10% M2 en 1994.	
Autres mesures de stérilisation.	Encadrement du crédit. RO à 25,25% (comptes-rendus de retraite chèques), en baisse. Gel des dépôts sur comptes postaux (11% M2 en 1994).	RO=1,5% depuis 1990. Épargne du fonds de retraite orientée vers projets de long terme (infrastructures).	Non.	Rationnement du crédit. Contrôle de certains prix. RO=13% sur dépôts bancaires.	Contrôle partiel des prix. RO passées de 3,5% en 89 à 9,5% fin 1994. Dépôt du Employees Provident Fund (10% PIB) de 1992 à 1994 à la banque centrale.	RO=6%. L'épargne du Central Provident Fund (10% du PIB) est orientée prioritairement vers les emprunts publics.	La gestion des fonds publics a été transférée par étapes, de 1987 à 1992, à la banque centrale. Contrôle partiel des prix.	RO=20% (depuis plusieurs années).	RO relevés de 2 à 3% en 1995. Dépôt obligatoire des comptes des entreprises publiques à la banque centrale en 1987 et 1991.	
Restriction aux entrées de capitaux.	Oui : plafond de 12% de la capitalisation boursière détenues par l'étranger (passage à 25% prévu en 1996). contrôle de l'IDE.	Oui. IDE, placements, emprunts, soumis à autorisation. Plafond de la cap. boursière détenue par des étrangers à 15% (18% depuis avril 1996).	Non.	Soumis à autorisation.	Contrôle strict des mouvements de capitaux (restriction des emprunts à l'étranger, des placements à court terme pour non résidents) de janvier à août 1994.	Emprunts à l'étranger soumis à autorisation. Prêts de monnaie nationale à l'étranger sévèrement restreints.	Emprunts à l'étranger soumis à autorisation. Prêts de monnaie nationale à l'étranger sévèrement restreints.	Oui, renforcées en 1995 (restriction des emprunts en devises).	Grande liberté.	Plafonnement des emprunts extérieurs à un total de 6 Mds USD en 94 (banques et entreprises) et des dépôts des non résidents.
Inciation aux sorties de capitaux.	Oui (discours).	Oui (discours et facilités de crédit).	Non.	Libéralisation opportune.	Libéralisation opportune.	Oui (discours), depuis 1991.	Libéralisation opportune.	Non.	Non.	

Sources : FMI (1995), Banque mondiale (1995), BRI (1995), PEE des pays concernés, J P Morgan.

GRAPHIQUE A1

Solde des transactions courantes des pays asiatiques

En milliards de dollars

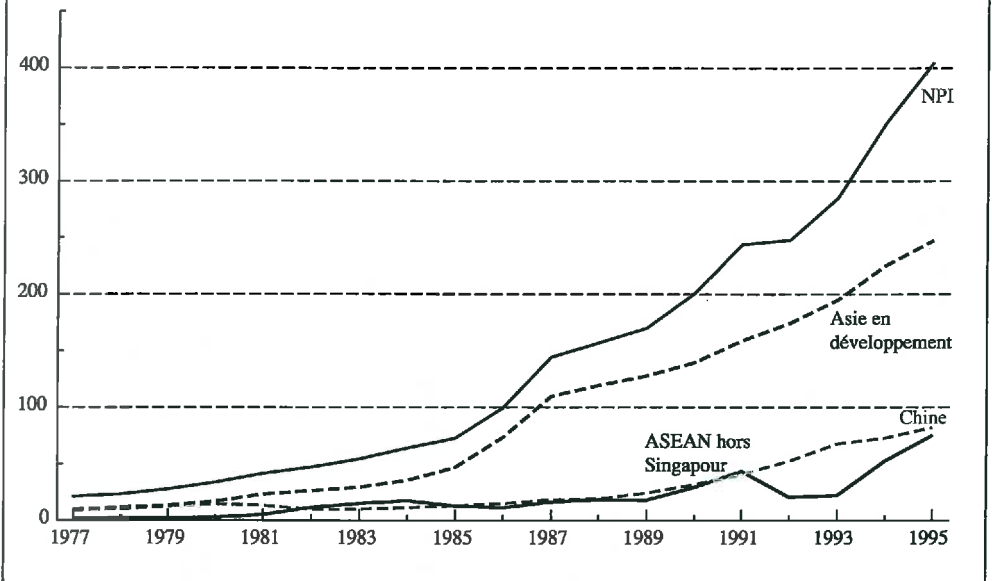


Sources : FMI, balance des paiements taiwanaise. Données au sens de la balance des paiements.

GRAPHIQUE A2

Réserves de change des pays asiatiques

En milliards de dollars



Sources : FMI, PEE Hong Kong