

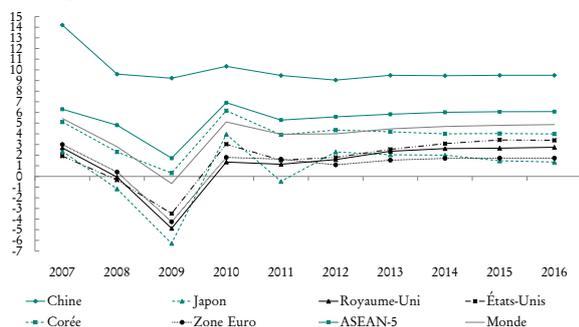
NE LAISSONS PAS LA CRISE DE LA ZONE EURO S'ÉTENDRE À L'ASIE

Alors que la crise de la dette souveraine s'approfondit, les partenaires de l'Europe hésitent toujours à offrir leur aide à la zone euro. Ils considèrent que l'Union doit avant tout s'appuyer sur ses propres ressources et résoudre ses problèmes de gouvernance. Pourtant, cette crise constitue une nouvelle menace pour les autres pays, plus particulièrement en Asie. L'Europe ne représente pas seulement un grand marché dont il faut garantir la solvabilité, mais les pays asiatiques pourraient avoir un intérêt spécifique à la survie de l'euro qui, au cours la prochaine décennie, constituera encore la seule alternative crédible au dollar comme monnaie internationale. Une augmentation des ressources du Fonds Monétaire International semble être le meilleur moyen de fournir une aide financière, en contrepartie de nouvelles réformes de la gouvernance du Fonds. Les pays asiatiques peuvent également contribuer à la résolution de la crise en offrant des marchés dynamiques aux entreprises européennes à travers un rééquilibrage plus rapide de la croissance chinoise et une ouverture croissante des marchés. Cette Lettre du CEPII s'appuie sur la septième réunion du Forum économique Asie-Europe qui s'est tenue à Séoul le 9 décembre 2011.

■ D'une crise à une autre

Contrairement aux banques européennes, les banques asiatiques n'ont pas été directement affectées par la crise financière de 2007-2008. L'Asie a en revanche été brutalement atteinte, dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers, par la chute soudaine du commerce international et le renversement des flux de capitaux. Au total, l'Asie a sévèrement souffert de la crise mondiale : entre 2007 à 2009, le taux de croissance du PIB a chuté de 8,6 points de pourcentage au Japon, de 5 points en Chine, de 4,8 points en Corée et de 4,6 points dans les pays de l'ASEAN-5 (Graphique 1).

Graphique 1 – Croissance du PIB (en %) de 2007 à 2016*



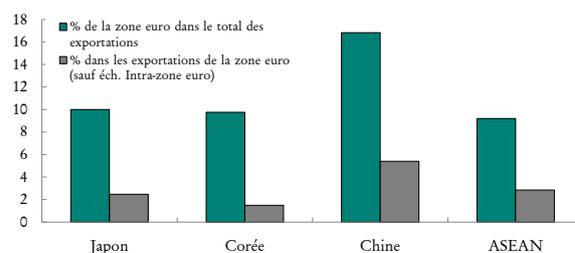
* Prévisions FMI de 2011 à 2016

Source : FMI, *World Economic Outlook*, septembre 2011.

La crise de la zone euro constitue une nouvelle menace pour les économies asiatiques. En effet, la zone euro représente 9% à 17% des débouchés à l'export pour les pays d'Asie de l'Est (Graphique 2).

Un effondrement de la demande en Europe serait particulièrement douloureux pour la Chine dont le modèle de développement est toujours largement dépendant de la demande étrangère. En outre, comme l'a montré le FMI¹, la crise pourrait facilement se propager aux pays émergents *via* différents canaux financiers. Bien que les banques asiatiques soient relativement solides (elles sont peu exposées aux dettes souveraines des pays périphériques de la zone euro), elles ne sont pas à l'abri des effets de contagion *via* les grandes banques européennes. Certes, seuls 5% des avoirs des banques européennes se situent dans la région Asie-Pacifique ; cependant, ces avoirs représentent à Hong-Kong et Singapour respectivement 161% et 83% du PIB local². Un retrait massif des fonds des banques européennes pourrait avoir des conséquences très importantes.

Graphique 2 – Le canal commercial - poids des exportations de biens dans la zone euro et en Asie en provenance de chaque région (en %)



Source : CEPII-CHELEM.

1. Fond monétaire international (2011), "Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues", IMF Country Report n° 11/185, juillet.

2. Voir H. Huang (2011), "Euro Area Crisis and its impact on EMs and China", Présentation AEEF Séoul.

■ L'Asie a un intérêt spécifique à la survie de l'euro

Au-delà des effets de contagion, les pays asiatiques ont tout intérêt à jouer un rôle actif dans la résolution de la crise, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, l'euro fournit un support de diversification précieux pour les réserves de change. Or, la question de la diversification se pose de manière de plus en plus pressante à mesure que les craintes se font jour quant à une dépréciation significative du dollar, en lien avec la nécessité de redresser la compétitivité américaine et la politique de monétisation de la Réserve fédérale américaine. En Asie de l'Est – et plus particulièrement la Chine, qui détient pour 3 200 milliards de dollars de réserves de change, investis principalement dans des actifs libellés en dollars –, la diversification constituerait une forme d'assurance contre un tel scénario. Dans cette perspective, l'euro constitue la principale alternative au dollar du fait du rôle qu'il a acquis sur la scène internationale. Mais cette diversification n'aura lieu que si les pays européens arrivent à convaincre les pays asiatiques que leur monnaie est sûre³.

À plus long terme, l'intérêt de l'Asie à la survie de l'euro est aussi lié aux avantages qui résulteraient d'un système monétaire international multipolaire. La part des États-Unis et de l'Europe dans l'économie mondiale devrait décliner à long terme. Au contraire, la Chine bénéficie d'une croissance rapide et pourrait dépasser les États-Unis en termes de PIB aux environs de 2020⁴. Dans les deux ou trois prochaines décennies, les trois grands pôles économiques que sont les États-Unis, l'Union européenne et la Chine auront un poids comparable, une première dans l'Histoire. Ceci plaide pour un système monétaire international adapté à cette économie multipolaire. Bien que d'importants jalons aient été posés en Chine dans le but d'internationaliser le renminbi, de nombreuses étapes restent à franchir avant qu'il ne couvre toutes les fonctions de monnaie internationale⁵. D'ici là, l'euro semble la seule monnaie capable de remplir les mêmes fonctions que le dollar, à condition toutefois que les problèmes politiques qui minent la zone euro soient résolus⁶.

Enfin, l'Asie a une troisième raison de se préoccuper de la survie de l'euro : bien que ses vices de constructions soient désormais manifestes, la zone euro demeure la forme

la plus avancée de coopération régionale. Or, l'idée d'une intégration monétaire en Asie est ancienne⁷ et semble justifiée par l'interdépendance économique et financière croissante entre les économies de la région. L'Asie (ASEAN+3) va bientôt devenir la zone économique la plus importante au monde. La crise européenne n'est pas sans conséquence quant à la manière dont les pays asiatiques envisageront leur propre intégration.

■ L'Europe doit d'abord s'appuyer sur ses propres forces

Les développements qui précèdent suggèrent que l'Asie a un intérêt considérable à la survie de l'euro ainsi qu'à une reprise économique rapide de ses États membres. Néanmoins, les pays asiatiques ont répété à maintes reprises que les premiers jalons d'une solution à la crise ne pouvaient venir que des européens eux-mêmes. En septembre 2011, Wen Jiabao appelait ainsi les pays de la zone euro à « mettre leur maison en ordre » avant d'envisager une aide de la Chine⁸ : un effort crédible de la part des Européens est une condition *sine qua non* à toute intervention asiatique.

La situation de la zone euro dans son ensemble – autrement dit, en négligeant les disparités entre États – est souvent considérée comme meilleure que celle des États-Unis⁹. À la fin de l'année 2011, la dette publique s'élevait à 88% du PIB en zone euro, contre 101% aux États-Unis¹⁰. La position extérieure nette européenne était également plus forte. Le problème est donc moins économique qu'institutionnel.

Durant la première décennie de l'euro, les Européens ont cru qu'une stricte application des règles budgétaires du traité européen était une condition à la fois nécessaire et suffisante au succès de l'union monétaire. La crise ne les a pas fait renoncer à cette perception : le « pacte budgétaire » décidé le 30 janvier 2012 impose aux États-membres d'introduire dans les législations nationales une règle budgétaire limitant le déficit structurel à 0,5% du PIB¹¹. Cependant, la crise en zone euro n'est que superficiellement une crise budgétaire.

Premièrement, c'est largement une crise du système financier, avec un cercle vicieux entre les difficultés des États et celles de banques qui s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord, les banques européennes sont à la fois grandes et encore largement

3. Voir Yu Yongding (2011), "Beijing will not ride to Eurozone rescue", *Financial Times*, 31 octobre.

4. Voir J. Fouré, A. Bénassy-Quéré, & L. Fontagné (2012), "The Great Shift: Macroeconomic projections for the world economy at the 2050 horizon", *CEPII Document de travail*, n° 2012-03.

5. Voir S. Vallée (2012), "The Internationalisation path of the RMB", *Bruegel Document de travail*, à paraître.

6. Angeloni et al. (2011), "Global currencies for tomorrow: a European perspective", *CEPII research report 2011-01/Bruegel Blueprint 13*.

7. Le Japon a été particulièrement actif sur cette question, proposant dès 1997 un fond monétaire asiatique (voir M. Kawai (2011), "Asian Monetary Integration: A Japanese Perspective", Présentation AEEF Séoul).

8. *Financial Times* (2011), "Wen sets preconditions to help Europe", 14 septembre.

9. Voir, par exemple, *IMF Fiscal Monitor*, septembre 2011.

10. Estimation Commission européenne (DG Ecfm), automne 2011.

11. Conseil Européen (2012), "Agreement on strengthening fiscal discipline and convergence", *Press Release*, 30 janvier.

nationales : chaque pays est responsable individuellement du sort de "son" secteur bancaire. Ensuite, les banques ont un fort tropisme national : une part importante de leur portefeuille est composée d'obligations sur "leur" État souverain. Les États sont, en outre, individuellement responsables de la dette qu'ils émettent, et la coresponsabilité des dettes publiques est explicitement interdite par le Traité. Enfin, le Traité interdit à la BCE toute forme de financement monétaire. La coexistence de telles restrictions contraint considérablement le choix des solutions de court terme et rend la zone euro extrêmement fragile, puisqu'il exclut *de facto* toute solidarité.

Deuxièmement, la crise actuelle est aussi une crise de la compétitivité intra-zone. Depuis l'introduction de l'euro il y a plus de dix ans, la compétitivité de l'économie allemande, plutôt défavorable à l'origine, s'est continuellement améliorée alors que celle des économies périphériques (Grèce, Portugal, Italie et Espagne) s'est régulièrement dégradée, au point d'aboutir à des désajustements importants de taux de change réels au sein de la zone euro. Le problème est donc de corriger ces désajustements au sein de l'union monétaire sans déclencher un cercle vicieux de stagnation prolongée. Les pays excédentaires du nord de l'Europe n'ayant aucun appétit pour des relances budgétaires, le seul instrument macroéconomique disponible afin de favoriser la croissance est une politique monétaire expansive, impliquant un euro faible. La zone euro pourrait donc avoir dans les années à venir une préférence pour une monnaie faible. Néanmoins, l'ajustement des pays périphériques demeure un défi majeur et il n'est pas exclu que dans les années à venir certains pays soient acculés à quitter l'union monétaire pour dévaluer massivement. C'est pourquoi s'ajoute au risque souverain un risque monétaire, ce qui complexifie encore la crise financière décrite dans le paragraphe précédent.

La BCE a joué un rôle essentiel pour gérer l'urgence en utilisant une large palette d'instruments "non-conventionnels" (fourniture massive de liquidités, extension de la liste des actifs acceptés en collatéral, interventions sur le marché secondaire dans le cadre du *Securities Market Programme*, etc.). Cependant, le mandat principal de la BCE n'est pas la stabilité financière qui justifierait une action plus "agressive" pour stabiliser les marchés obligataires. Il lui manque également la structure de gouvernance qui lui permettrait d'agir selon un tel mandat. Les décisions de politique monétaire sont en effet prises par le Conseil des Gouverneurs selon la règle "un gouverneur, une voix". Mais la distribution des pertes encourues par la BCE à son bilan sont réparties différemment : chaque État-membre supporte une part de la perte équivalente à sa contribution au capital de la BCE. Certains pays membres risquent, par conséquent, d'être sous-représentés dans les décisions d'achat d'obligations en comparaison de la perte qu'ils pourraient subir. La BCE vit mal cette situation inconfortable.

■ L'Asie peut contribuer à la résolution de la crise

L'idée d'une aide financière à l'Europe a du mal à passer en Asie, notamment en raison du comportement des européens lors de la crise asiatique à la fin des années 1990. On se souvient très bien de la réticence de l'Europe à l'époque à apporter son aide : une solution régionale passant par la création d'un fonds monétaire asiatique fut rejetée par les occidentaux, aucune aide bilatérale ne fut accordée (à l'exception de la Corée, pour des montants limités) et la contribution des européens fut presque entièrement limitée au soutien des programmes du Fonds monétaire international.

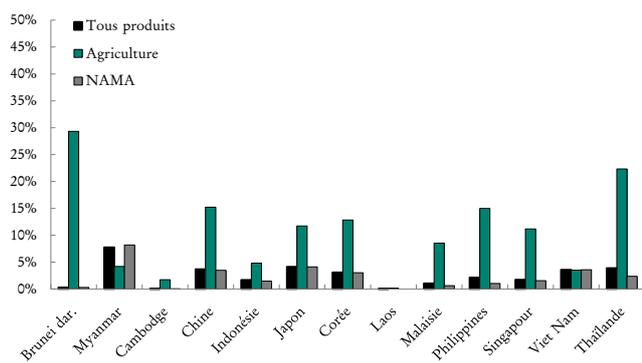
Symétriquement, la réaction des pays asiatiques aux sollicitations européennes a été prudente jusqu'ici, ce qui s'explique aussi par les contraintes politiques locales. Toute aide à l'Europe – une région riche – de la part de l'Asie – bien plus pauvre – est délicate à faire accepter. L'opinion publique chinoise s'inquiète de cette aide, perçue à la fois comme risquée et d'efficacité douteuse, sans parler d'équité (voir YU Yongding, *op. cit.*). C'est pourquoi l'accent a été mis sur le cadre multilatéral (le FMI) plutôt que sur un partenariat direct entre l'Europe et l'Asie (qui passerait par des investissements dans le Fonds européen de stabilisation). L'idée d'augmenter les ressources du FMI pour gérer les problèmes de la zone euro a été initialement combattue par les européens, la Bundesbank s'étant opposée à la mobilisation des réserves de change. Mais cette objection a été levée et l'action du FMI est désormais possible. Sa participation est sans doute le meilleur moyen de rassurer les contributeurs asiatiques sur la sécurité de leur investissement. En effet, la présence du FMI permettra, grâce à l'expertise de ses équipes et à leur indépendance croissante *vis-à-vis* des Européens, de minimiser le risque encouru par les contributeurs. Surtout, la participation du FMI crédibilise la conditionnalité des prêts. Comme le FMI est un créancier préférentiel, l'argent investi par l'Asie n'en sera que mieux garanti.

Une autre possibilité serait que des banques asiatiques rachètent des banques européennes dans le but de devenir des acteurs mondiaux sur des marchés tels que le financement du commerce et réduire leur dépendance en termes de financements. Cette option, bien que séduisante, semble difficile à mettre en œuvre tant les différences culturelles sont grandes entre les deux continents. Une option plus aisée serait, pour les banques asiatiques, de seulement racheter des actifs vendus par les banques européennes au cours de leur processus de désendettement.

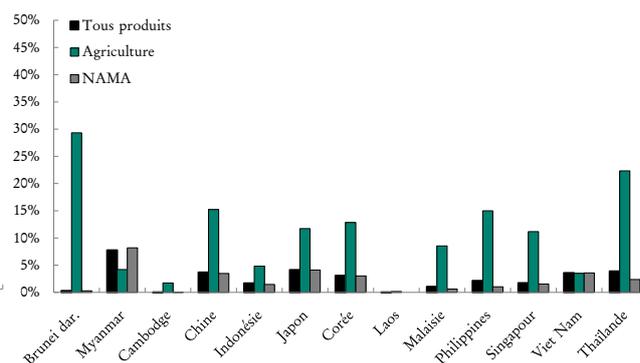
Étant donné leur poids croissant dans l'économie mondiale, les pays asiatiques ont tout intérêt à ce que l'environnement économique mondial se stabilise. Mais leur contribution, quelle que soit sa forme, ne viendra pas sans contrepartie. Si l'aide passe par le FMI, la question de sa gouvernance refera rapidement surface. Outre une réduction de leurs quotes-

Graphique 3 – Équivalents tarifaires des protections bilatérales (en %, 2007)

Protection de l'UE vis-à-vis de l'Asie



Protection de l'Asie vis-à-vis de l'UE



*NAMA: Non-Agricultural Market Access.
Source : CEPII-MacMap-hs6.

4

parts, les États membres de la zone euro pourraient être poussés à unifier leur représentation. Une telle évolution est discutée depuis longtemps mais n'a toujours pas abouti. La coopération entre l'Asie et l'Europe pourrait également être rendue plus explicite en liant le Fonds régional asiatique (si l'actuelle initiative de Chiang Mai était appelée à devenir un véritable fonds monétaire) au Mécanisme européen de stabilisation, rendant possibles les échanges réciproques de ressources (lignes de *swap*).

Il serait cependant erroné de restreindre l'aide à la zone euro aux soutiens financiers évoqués plus haut. Certes, ce serait cohérent avec le fait que, comme le montre le Graphique 2, la zone euro demeure, pour les pays asiatiques davantage un marché qu'un fournisseur : les pays asiatiques ont intérêt à maintenir la solvabilité de ce client majeur. Mais les efforts des pays de la zone euro pour "mettre leur maison en ordre" pourraient bien être anéantis par l'effondrement de la croissance européenne, même si une catastrophe financière était évitée. En cette période d'ajustements budgétaires, la croissance européenne ne viendra pas de la demande intérieure. La demande extérieure sera alors clé pour la réussite des ajustements. Cela implique un rééquilibrage plus rapide de la croissance chinoise, mais aussi une ouverture croissante des

marchés asiatiques. Le Graphique 3 illustre le retard qu'ont encore de nombreux pays asiatiques en termes de réductions de barrières tarifaires (bien que la situation se soit améliorée avec la signature de l'accord bilatéral entre la Corée et l'UE en 2008). Les marchés de services, de même que les marchés publics, sont également concernés par la nécessité de s'ouvrir aux firmes étrangères.

En conclusion, l'Asie et l'Europe ont de nombreuses raisons de coopérer pour résoudre la crise de la zone euro. L'absence de cadre institutionnel dédié à ce dialogue est cependant un obstacle majeur à la coopération. L'ASEM (*Asia-Europe Meeting*) – processus informel de coopération et de dialogue entre européens et asiatiques instauré en 1996 – n'a pas été assez actif ; les discussions bilatérales manquent d'envergure et d'une vraie assise pour être efficaces. Le Forum Economique Europe-Asie, réunissant des experts des deux continents, pourrait sans aucun doute jouer un rôle dans le nécessaire rapprochement des points de vue.

Agnès Bénassy-Quéré, He Fan, Masahiro Kawai, Tae Joon Kim, Yung-Chul Park, Jean Pisani-Ferry & David Vines & Yu Yongding*
beatrice.postec@cepii.fr

* Agnès Bénassy-Quéré (Ecole d'Economie de Paris-Université Paris 1 et CEPII), He Fan (IWEPP/CASS, Pékin), Masahiro Kawai (ADBI, Tokyo), Tae Joon Kim (Institut coréen de finance, Séoul), Yung-Chul Park (Université de Corée Séoul), Jean Pisani-Ferry (Bruegel, Bruxelles), David Vines (Université d'Oxford) Yu Yongding (IWEPP, Académie chinoise des sciences sociales). Les auteurs remercient Silvia Merler (Bruegel) pour sa contribution à la préparation de cet article.

LA LETTRE DU CEPII © CEPII, PARIS, 2012 RÉDACTION Centre d'études prospectives et d'informations internationales 113, rue de Grenelle 75700 Paris SP 07 Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14 Fax : 33 (0)1 53 68 55 03	DIRECTEUR DE LA PUBLICATION : Agnès Bénassy-Quéré	ABONNEMENT (11 numéros) France 60 € TTC Europe 62 € TTC DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT Suppl. avion rapide 0,90 €	Le CEPII est sur le WEB son adresse : www.cepii.fr ISSN 0243-1947 CCP n° 1462 AD
	RÉDACTION EN CHEF : Gunther Capelle-Blancard	RÉALISATION : Laure Boivin	Adresser votre commande à : Direction de l'information légale et administrative (DILA) 23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07 commande@ladocumentationfrancaise.fr tél. : 01 40 15 70 01