

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 février 2011 – N° 140

L'unification monétaire est très différente des autres régimes de change : il faudrait réfléchir davantage avant d'entrer dans une Union Monétaire

La crise présente de la zone euro montre à quel point l'unification monétaire a des conséquences différentes de celles des autres régimes de change (changes fixes « normaux » ou changes flexibles) :

- *l'ajustement des taux de change réels ne peut se faire que par l'ajustement des coûts salariaux ; ceci conduit soit à des politiques correctrices extrêmement pénibles, soit à des désajustements permanents des taux de change réels ;*
- *la disparition du risque de change conduit à l'accélération de la spécialisation productive, d'où une hétérogénéité accrue, une divergence des niveaux de revenu, dans certains pays (spécialisés dans les services non exportables) des problèmes de déficit extérieur et d'endettement ;*
- *une Union Monétaire est largement irréversible, à l'opposé de tous les autres régimes de change, en raison de la taille des coûts de sortie : hausse des taux d'intérêt, défaut inévitables des emprunteurs ...*

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Avant de rentrer dans une Union Monétaire, il faudrait évaluer les coûts de toutes ces conséquences, et pas seulement regarder quelques ratios macroéconomiques ou l'avantage de la stabilité du taux de change.

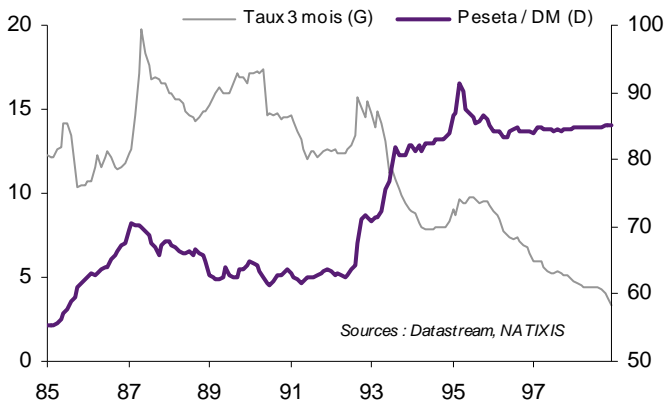
Premier effet de l'appartenance à une Union Monétaire : la nature de l'ajustement des taux de change réels

Les pays qui ont choisi un régime de change fixes, ou flexibles, ou encore un currency board peuvent réaliser l'ajustement de leur taux de change réel par la dépréciation de leur taux de change. Ceci s'est vu à de nombreuses reprises avec des effets très favorables sur l'économie (restauration de la compétitivité, amélioration du commerce extérieur, disparition du déficit public, reprise de la croissance, possibilité de baisser les taux d'intérêt puisqu'il n'est plus nécessaire de défendre la parité.

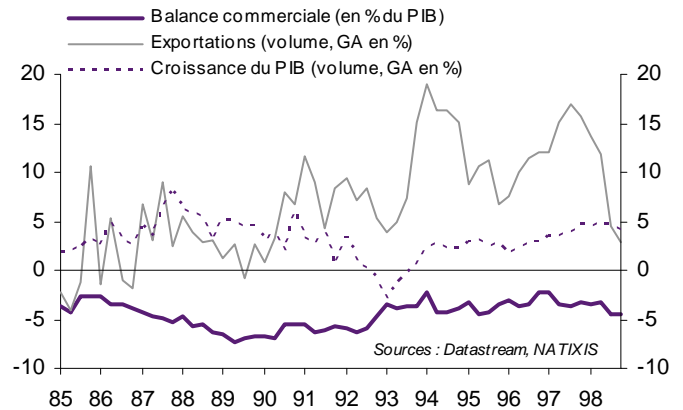
On peut montrer les exemples :

- de l'Espagne avec l'éclatement du Système Monétaire Européen en 1992 – 1993 (graphiques 1a – b – c) ;
- du Brésil avec l'abandon du crawling peg sur le dollar en 1998 (graphiques 2 a – b – c) ;

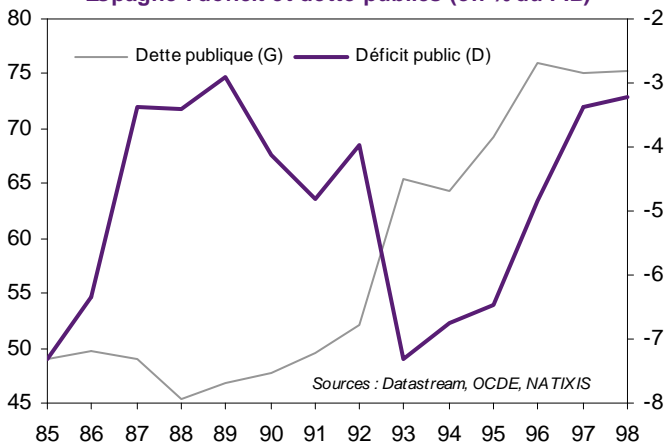
Graphique 1 a
Espagne : taux de change contre le DM et taux d'intérêt à 3 mois



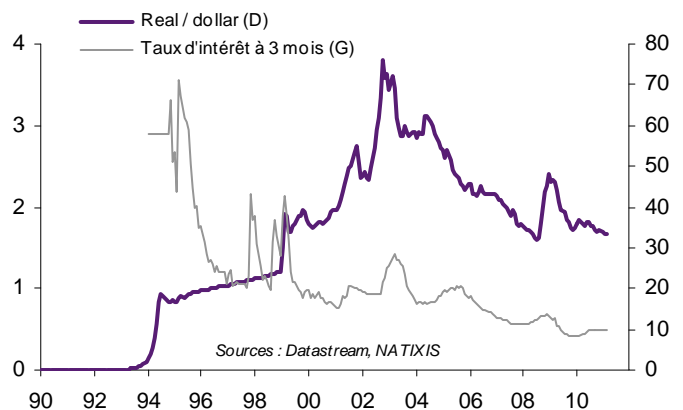
Graphique 1 b
Espagne : balance commerciale, exportations et croissance du PIB



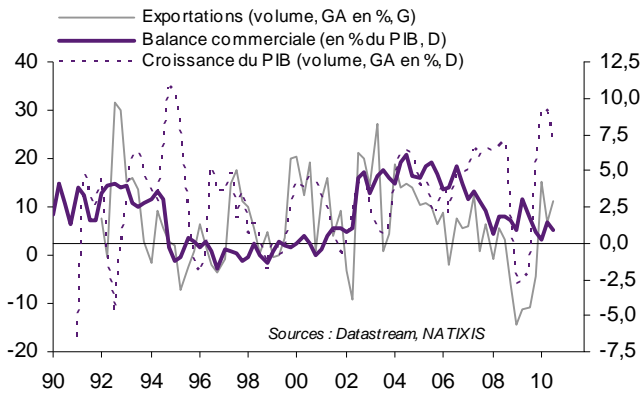
Graphique 1 c
Espagne : déficit et dette publics (en % du PIB)



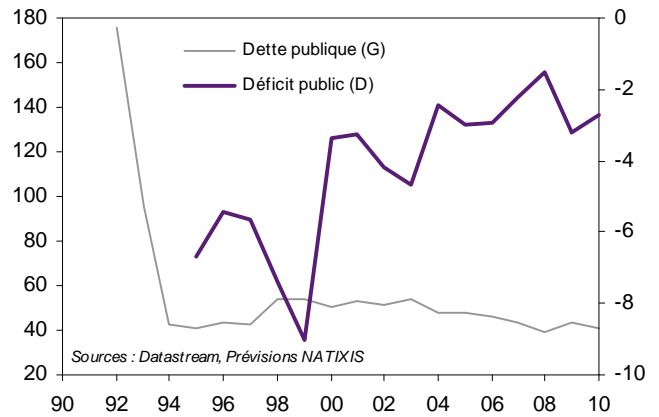
Graphique 2 a
Brésil : taux de change contre le dollar et taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 2 b
Brésil : balance commerciale, exportations
et croissance du PIB

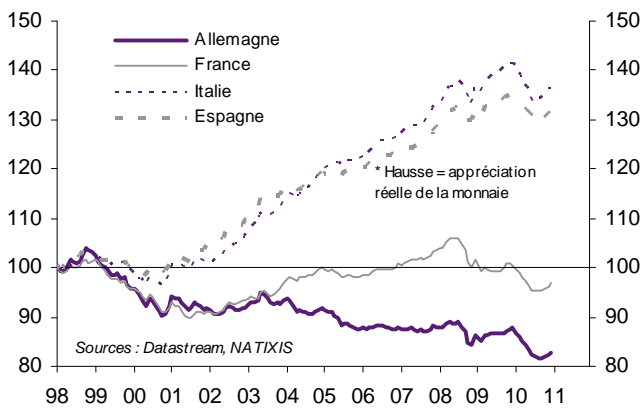


Graphique 2 c
Brésil : déficit et dette publique (en % du PIB)

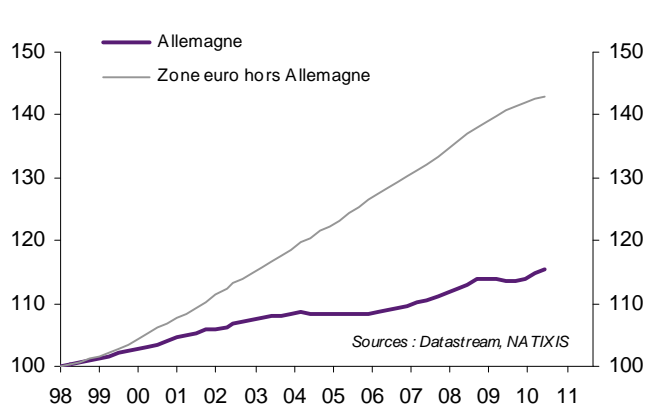


Mais, dans une Union Monétaire, la seule solution pour restaurer la compétitivité (pour réaliser une dépréciation réelle du taux de change) est la compression des coûts salariaux, ce qui est une technique très douloureuse. On peut ici regarder l'exemple de l'Allemagne depuis la fin des années 1990. La dépréciation réelle par rapport aux autres pays européens (graphique 3 a) s'est faite par la compression des salaires (graphiques 3 b – c), d'où la faiblesse de la demande des ménages (graphique 3 d).

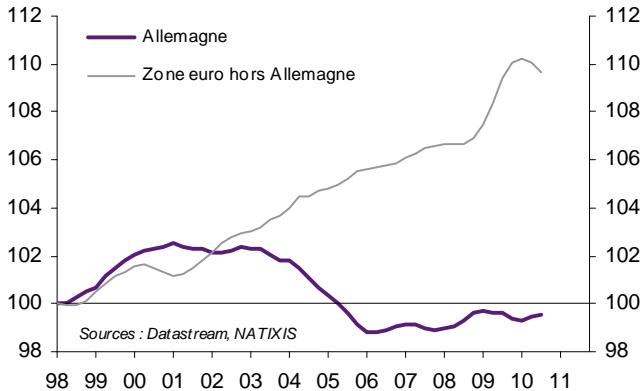
Graphique 3 a
Taux de change effectif* réel (100 en 1998 : 1)



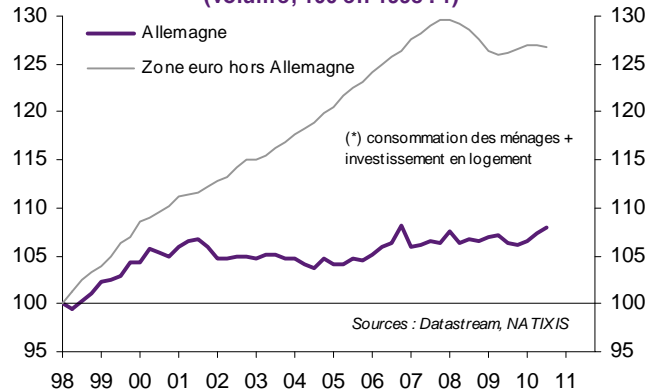
Graphique 3 b
 Salaire nominal par tête (100 en 1998 : 1)



Graphique 3 c
 Salaire réel par tête (déflaté par le prix
consommation, 100 en 1998 : 1)

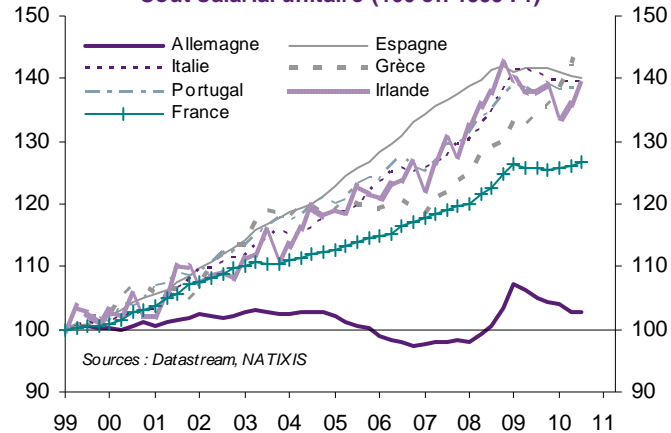


Graphique 3 d
 Demande des ménages*
(volume, 100 en 1998 : 1)



Le même ajustement douloureux risque aujourd'hui de se produire dans les pays de la zone euro où les coûts salariaux unitaires ont augmenté trop vite (graphique 4).

Graphique 4
Coût salarial unitaire (100 en 1999 : 1)

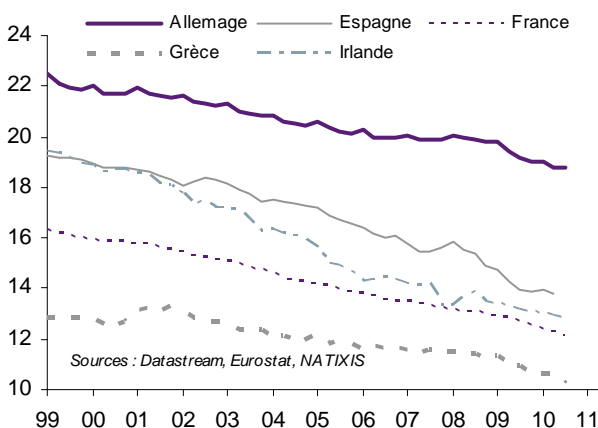


La correction des déviations des taux de change réels par les salaires est évidemment beaucoup plus coûteuse en termes d'emplois que la correction par les taux de change. Si elle n'est pas entreprise, les désajustements de taux de change réel persistent.

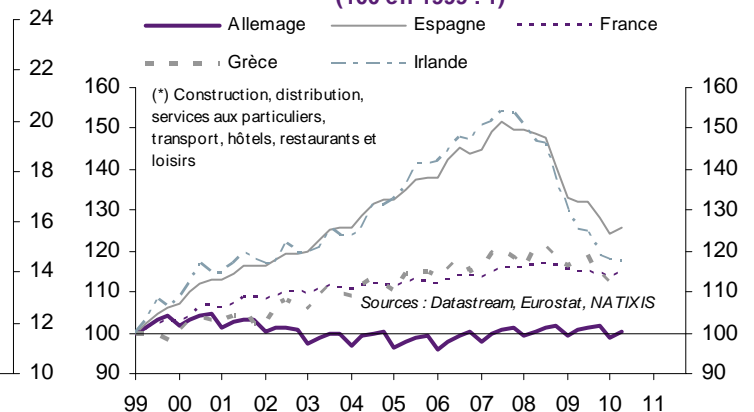
Second effet de l'appartenance à une Union Monétaire : spécialisation productive

La disparition du risque de change a lieu à l'intérieur d'une Union Monétaire mais pas (ou pas complètement) avec les autres régimes de change. La disparition du risque de change accélère évidemment la spécialisation productive, comme ceci se voit dans la zone euro (spécialisation dans l'industrie en Allemagne, désindustrialisation et spécialisation dans les services non exportables, la construction, la distribution, en Espagne, en France, en Grèce, en Irlande, graphiques 5 a – b).

Graphique 5 a
Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 5 b
Emploi dans les services non-exportables* (100 en 1999 : 1)



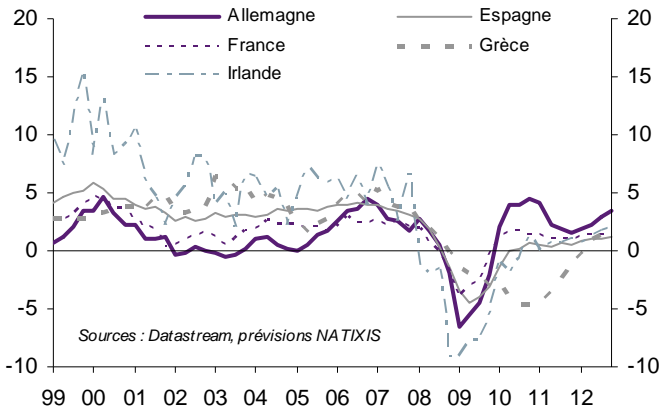
Les pays qui se spécialisent dans les services non exportables subissent de nombreux inconvénients liés à cette spécialisation :

- baisse du niveau de gamme des emplois ;
- une fois que l'activité ne peut plus être soutenue par le crédit, **faiblesse de la croissance, et faiblesse des hausses de salaires (graphiques 6 a – b), donc divergence des revenus** entre les pays spécialisés « haut de gamme » et les pays spécialisés « bas de gamme ».

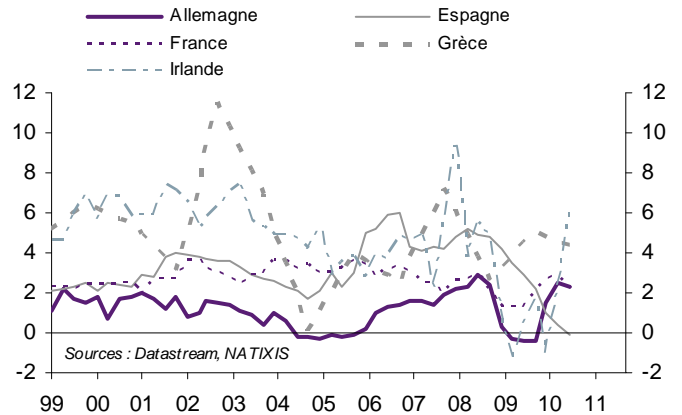
La faiblesse de la croissance des pays désindustrialisés est accentuée par la faible taille de leurs exportations vers les pays en croissance rapide (graphique 6 c) :

- déficit extérieur chronique (graphique 7), ce qui impose aux pays désindustrialisés de s'endetter continuellement, d'où la crise présente de solvabilité dans ces pays, qui a d'abord touché les emprunteurs privés (graphique 8 a), puis les emprunteurs publics (graphique 8 b).

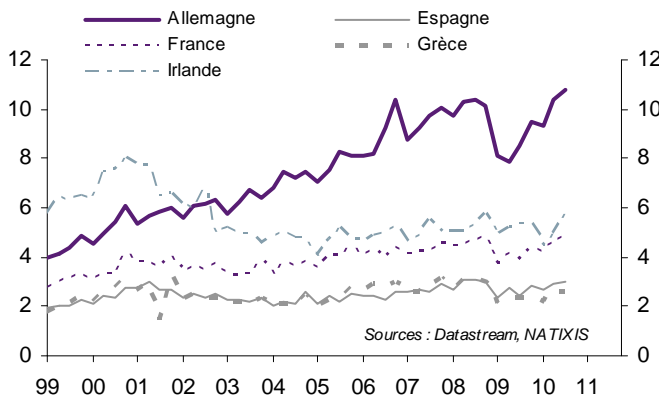
Graphique 6 a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



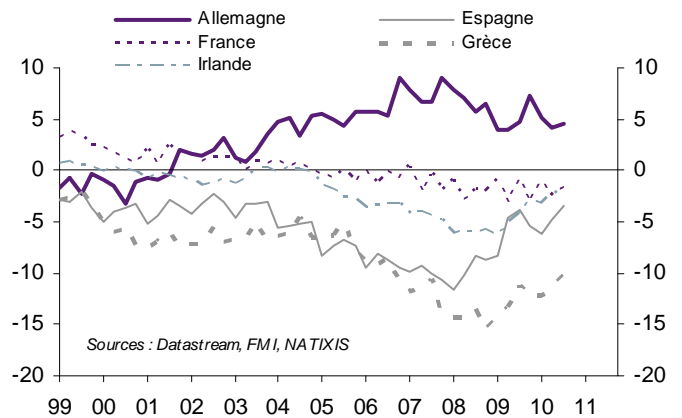
Graphique 6 b
Salaire nominal par tête (GA en %)



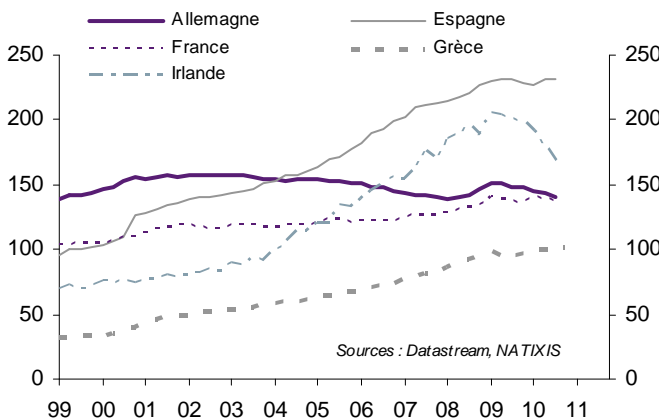
Graphique 6 c
Exportations vers l'ensemble des pays émergents y compris Russie et OPEP (en % du PIB)



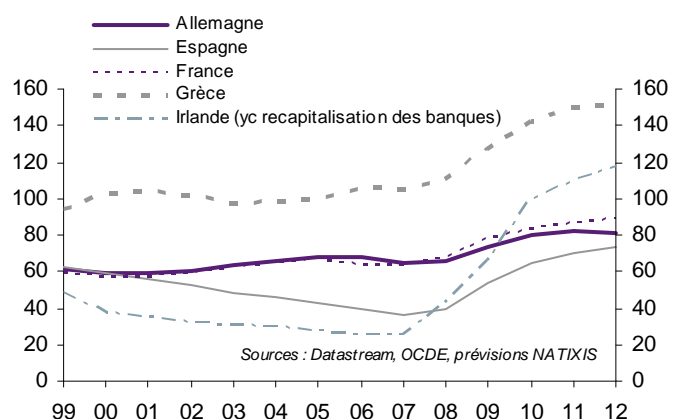
Graphique 7
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 8 a
Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)



Graphique 8 b
Dette publique (en % du PIB)



Les pays qui, après leur entrée dans une Union Monétaire, se désindustrialisent subissent donc de nombreuses conséquences négatives (sur la croissance, le niveau des salaires, la solvabilité des emprunteurs) de cette entrée.

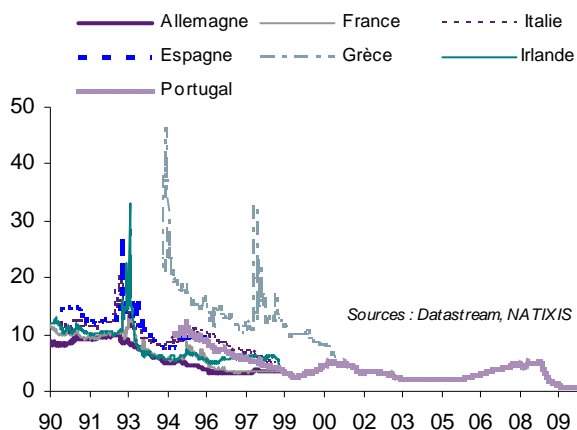
Troisième effet de l'appartenance à une Union Monétaire : quasi-irréversibilité de ce choix

Un pays peut toujours sortir d'un régime de changes fixes, même rigide (voir les exemples de l'Espagne en 1992 et du Brésil en 1998 plus haut ; on pourrait ajouter aussi le Royaume-Uni et l'Italie (1992), la Corée (1997), l'Argentine (2000).....).

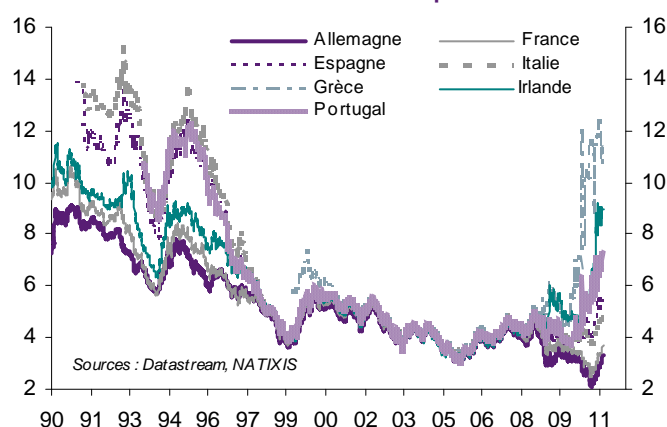
Mais sortir d'une Union Monétaire est extrêmement coûteux, avec :

- les coûts techniques (comptables, informatiques...);
- la hausse des taux d'intérêt. L'unification monétaire a conduit à une forte baisse des taux d'intérêt des pays périphériques de la zone euro (graphiques 9 a – b). La sortie de l'Union Monétaire ferait fortement remonter ces taux d'intérêt avec la réapparition du risque de change ; ceci est très différent de ce qui se passe en cas de sortie d'un système de changes fixes (comme la sortie du Système Monétaire Européen en 1992) où le pays qui sort peut baisser son taux d'intérêt puisqu'il n'a plus à défendre la fixité de son taux de change ;
- le défaut des emprunteurs publics et privés. Si un pays sort d'une Union Monétaire et déprécie son taux de change :
 - soit les dettes restent libellées dans la monnaie de l'Union Monétaire (l'euro par exemple) et les emprunteurs, ayant des revenus dans la devise du pays, deviennent tous insolvable ;
 - soit les dettes sont converties dans la monnaie du pays, et soit les taux d'intérêt sur ces dettes augmentent considérablement, ce qui rend les emprunteurs insolvable, soit ce n'est pas le cas, ce qui est l'équivalent d'un défaut, en particulier pour la partie des dettes détenue par les non-résidents (graphique 10).

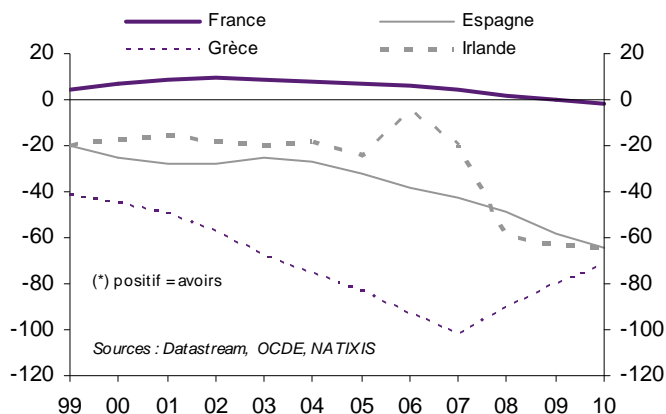
Graphique 9 a
Taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 9 b
Taux d'intérêt à 10 ans sur emprunts d'Etat



Graphique 10
Actifs ou dettes nets extérieurs* (en % du PIB)

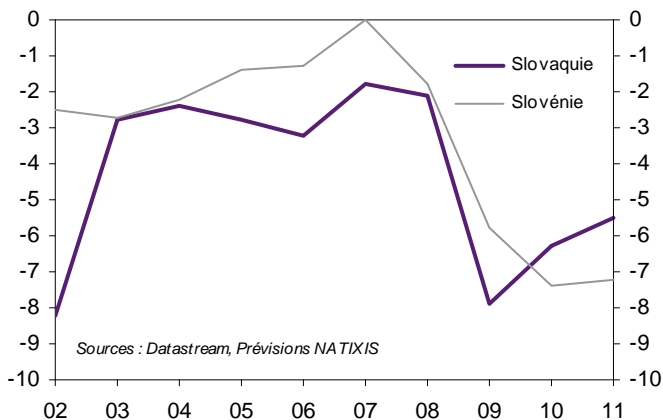


Synthèse : bien réfléchir avant d'entrer dans une Union Monétaire

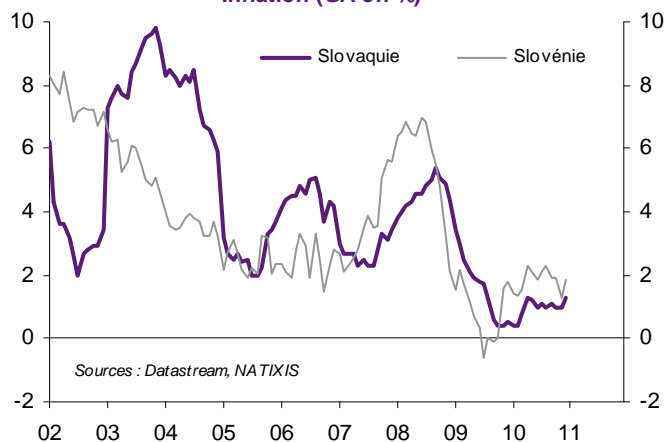
L'entrée dans une Union Monétaire (la zone euro en particulier) est souvent :

- perçue comme le moyen de ne plus avoir à stabiliser sa devise ou à subir les fluctuations de sa devise ;
- conditionnée à la satisfaction d'un certain nombre de ratios (déficit public, inflation, graphiques 11 a – b).

Graphique 11 a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 11 b
Inflation (GA en %)



Ce qui précède montre **que les pays candidats devraient surtout réfléchir** :

- au risque de n'avoir dans le futur que les salaires comme variable d'ajustement de la compétitivité ;
- au risque de spécialisation « bas de gamme » et de désindustrialisation ;
- à l'irréversibilité du choix.

Le risque de spécialisation défavorable est très difficile à maîtriser par les gouvernements puisqu'il résulte du choix d'entreprises, qui peuvent exploiter les avantages comparatifs des pays une fois l'entrée dans l'Union Monétaire réalisée.