

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 mars 2012 – N°209

### Comment maintenir des changes fixes (ou une Union Monétaire) entre des pays ?

*Pour que des pays hétérogènes puissent être en changes fixes (ou en Union Monétaire, ce qui vaut pour la zone euro), il faut :*

- *soit que les coûts salariaux de ces pays puissent s'ajuster pour qu'ils n'aient ni déficits, ni excédents extérieurs ;*
- *soit, si ce n'est pas le cas, que des flux de revenus ou de capitaux spontanés entre les pays compensent les déséquilibres extérieurs ;*
- *soit enfin, si ce n'est toujours pas le cas, que les Banques Centrales interviennent pour maintenir les changes fixes.*

*Le "rêve allemand" pour la zone euro serait la première solution (ajustement des coûts) ; le fédéralisme correspond à la seconde solution (transferts de revenus et de capitaux) ; la situation présente de la zone euro à la troisième solution (intervention de la BCE).*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

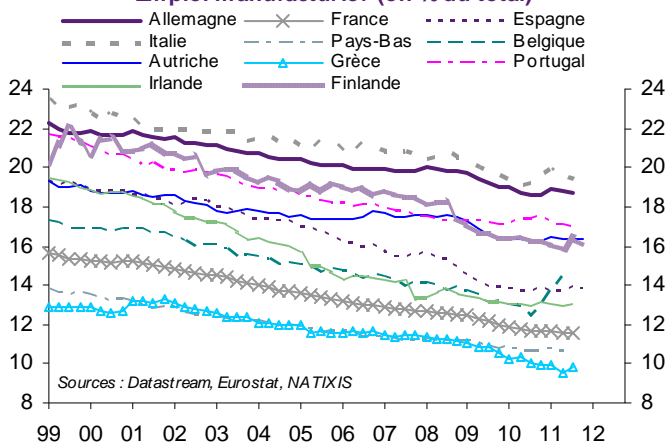
**Le défi de la zone euro : les taux de change fixes entre des pays aussi différents**

Le défi bien connu maintenant de la zone euro est de **maintenir des taux de change fixes** entre des pays très différents :

- par leur **spécialisation productive**, comme le montre le poids de l'industrie (**graphiques 1a-1b**) ;
- de ce fait, par la **situation de leur commerce extérieur** (**graphique 2a**) et par **leurs gains de productivité** (**graphique 2b**), donc leur croissance potentielle ;
- par leur **compétitivité-coût** (**graphique 3**) ;
- par leur **niveau de vie** (**graphique 4**).

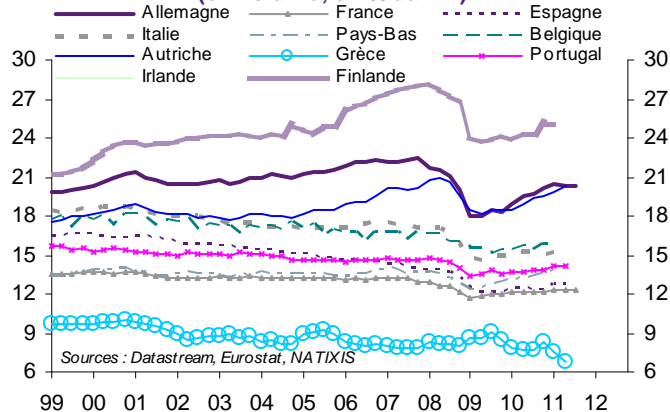
**Graphique 1a**

**Emploi manufacturier (en % du total)**



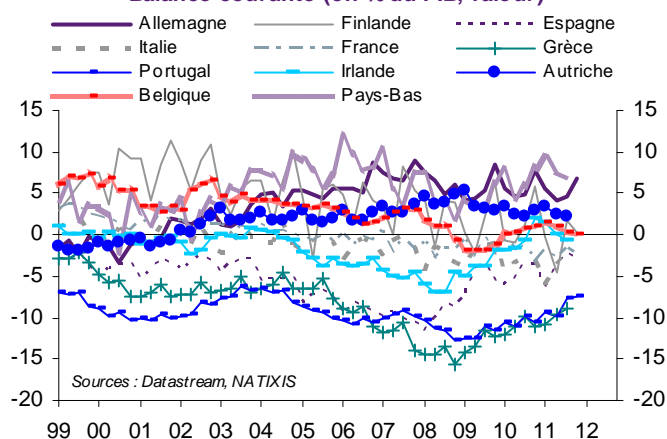
**Graphique 1b**

**Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (en volume, en % du PIB)**



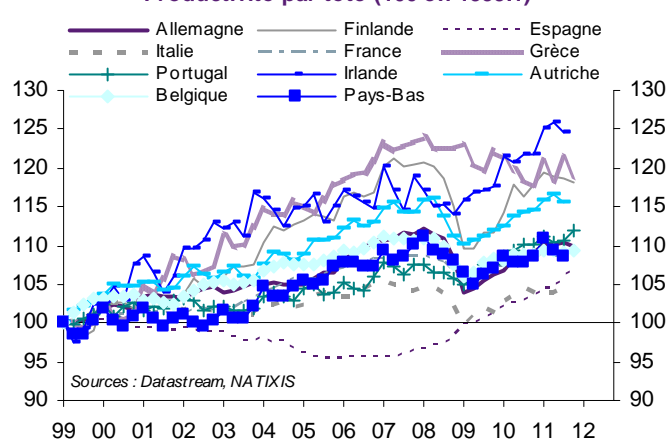
**Graphique 2a**

**Balance courante (en % du PIB, valeur)**



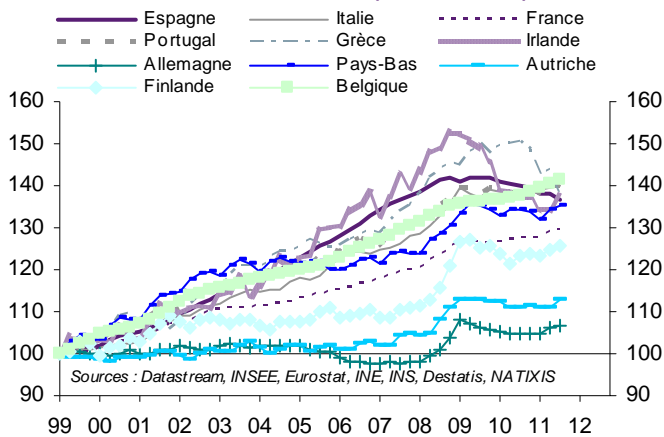
**Graphique 2b**

**Productivité par tête (100 en 1999:1)**



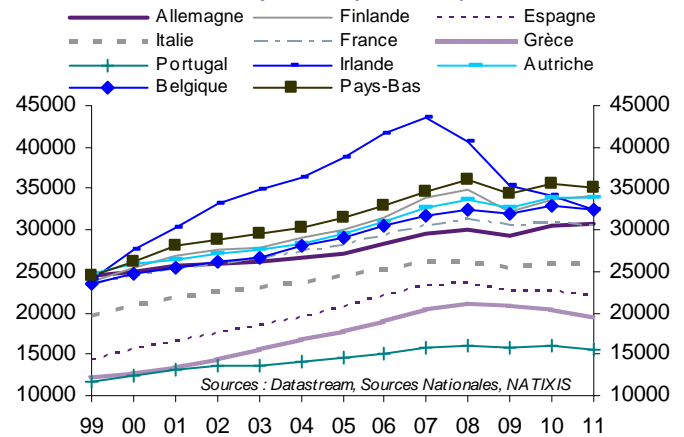
Graphique 3

Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



Graphique 4

PIB par tête (en euros)



La question est donc de savoir comment les pays de la zone euro ayant ces multiples différences peuvent avoir la même monnaie.

Première solution pour que des pays initialement hétérogènes aient la même monnaie : l'ajustement des coûts salariaux visant à équilibrer les balances courantes

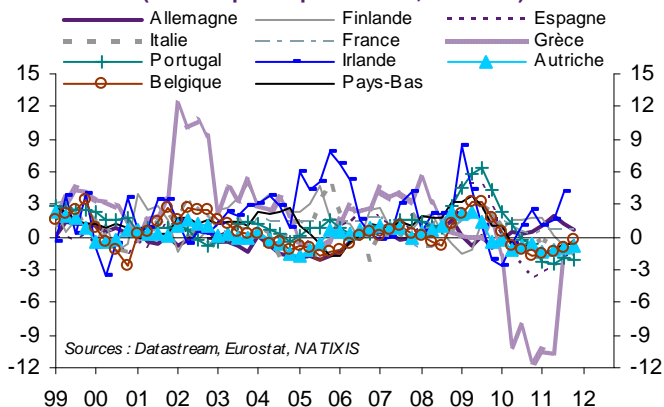
Si l'ajustement des coûts salariaux fait disparaître les déficits et les excédents des balances courantes, il est nettement plus facile pour les pays concernés d'avoir la même monnaie.

Les graphiques 2a et 3 plus haut montrent que, au contraire, la dispersion des coûts salariaux contribue à la dispersion des balances courantes (déficits élevés en Grèce, au Portugal, en Espagne, en Irlande, là où les coûts unitaires ont beaucoup augmenté) Il n'y a donc pas dans la zone euro d'ajustement des coûts de production ajustant les balances extérieures.

Ceci est dû dans de nombreux pays à la faiblesse de la réaction des hausses de salaires (graphique 5a) que ce soit aux déficits extérieurs (graphique 2a plus haut) ou au chômage (graphique 5b).

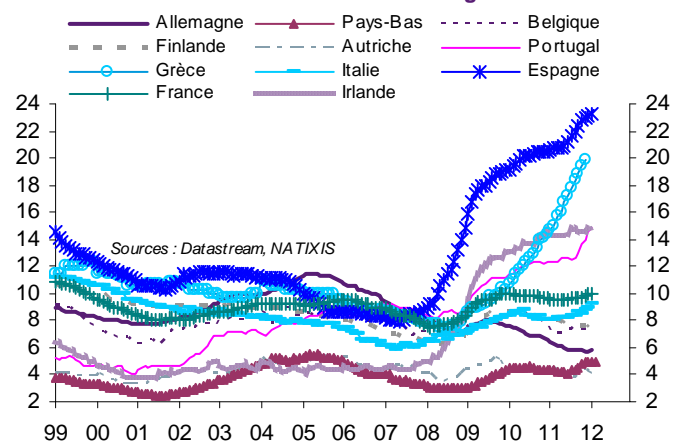
Graphique 5a

Salaires réels par tête (déflaté par le prix conso, GA en %)



Graphique 5b

Zone euro : taux de chômage



Le chômage élevé n'a pour l'instant conduit à un ajustement important des salaires qu'en Grèce, à un moindre degré en Espagne et au Portugal. L'ajustement des salaires ne procure donc qu'une réaction faible aux difficultés économiques présentes des pays, ce qui réduit leur capacité d'ajustement structurel.

Il ne faut donc pas compter sur cet ajustement des salaires pour maintenir les taux de change fixes, ou du moins ce processus prend-il beaucoup trop de temps.

**Deuxième solution :  
flux spontanés de  
revenus ou de capitaux  
vers les pays  
déficitaires**

Si, dans un système de changes fixes (dans une Union Monétaire), l'ajustement des coûts de production ne conduit pas à la disparition des déséquilibres des balances commerciales des biens et services, pour que les changes fixes puissent être maintenus **il faut qu'apparaissent des flux spontanés et continuels de revenus ou de capitaux des pays excédentaires vers les pays déficitaires, en l'absence d'intervention des Banques Centrales.**

On a en effet, nécessairement, sans intervention des Banques Centrales :

0 = Balance commerciale des Biens et Services + Solde des flux de revenus avec le Reste du Monde + Solde des flux de capitaux avec le Reste du Monde

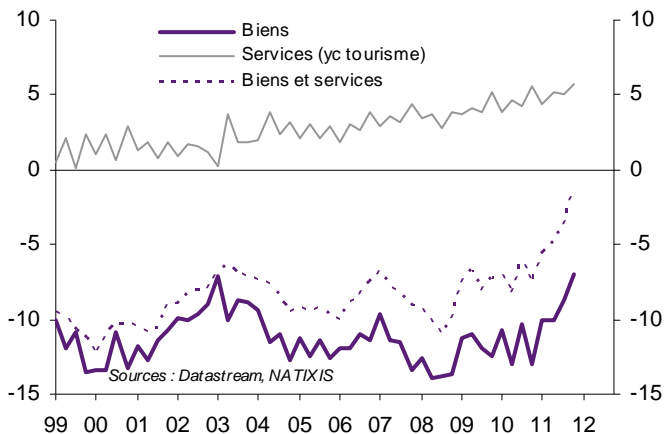
Si un pays a un déficit commercial (des biens et des services) qu'il ne peut pas faire disparaître, il faut qu'il bénéficie :

- soit d'entrées de revenus ; il peut s'agir de transferts publics, de rapatriement d'économies d'émigrés, de revenus du capital ;
- soit d'entrées de capitaux, c'est-à-dire d'endettement extérieur.

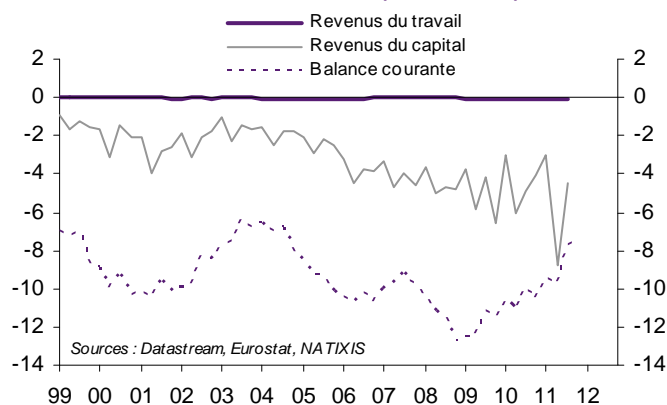
Regardons les cas des trois pays de la zone euro qui avaient des déficits extérieurs très importants avant la crise : Portugal, Grèce, Espagne.

Le Portugal bénéficie d'un excédent important des services, y compris le tourisme, mais a un déficit pour les revenus du capital (graphiques 6a-6b) avec les intérêts sur la dette extérieure. La situation est semblable en Grèce (graphiques 7a-7b) et en Espagne (graphiques 8a-8b).

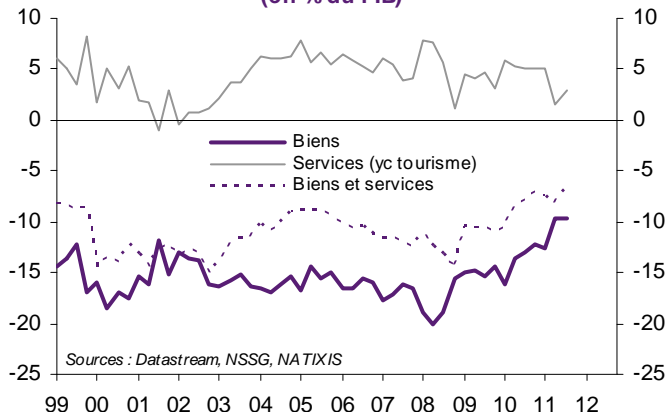
**Graphique 6a**  
Portugal : balance commerciale (en % du PIB)



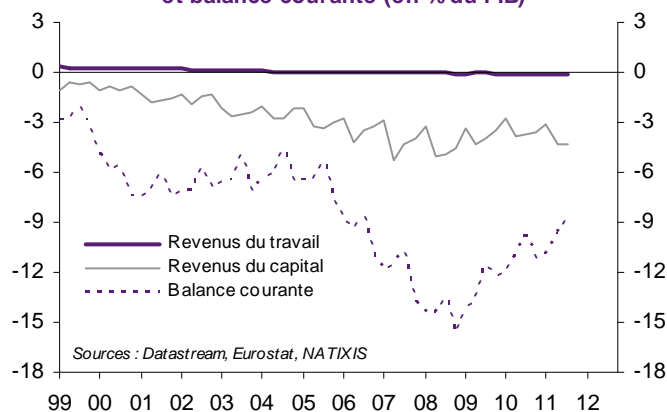
**Graphique 6b**  
Portugal : solde des échanges de revenus et balance courante (en % du PIB)



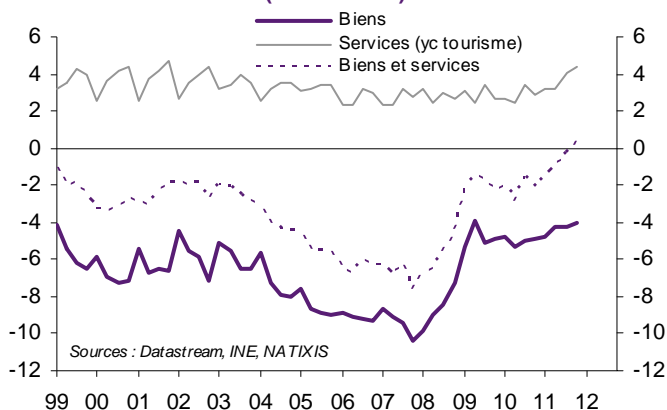
**Graphique 7a**  
Grèce : balance commerciale des... (en % du PIB)



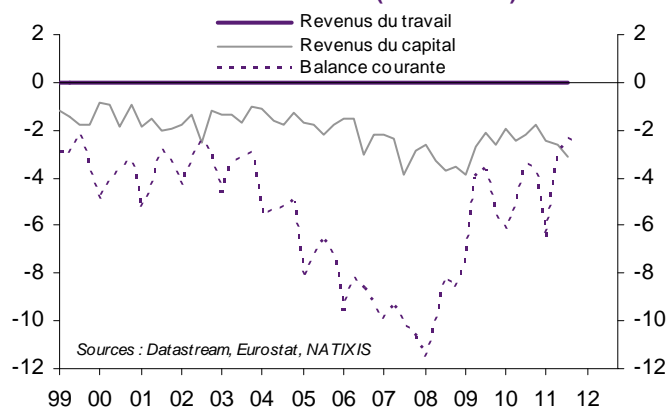
**Graphique 7b**  
Grèce : solde des échanges de revenus et balance courante (en % du PIB)



**Graphique 8a**  
Espagne : balance commerciale des ...  
(en % du PIB)



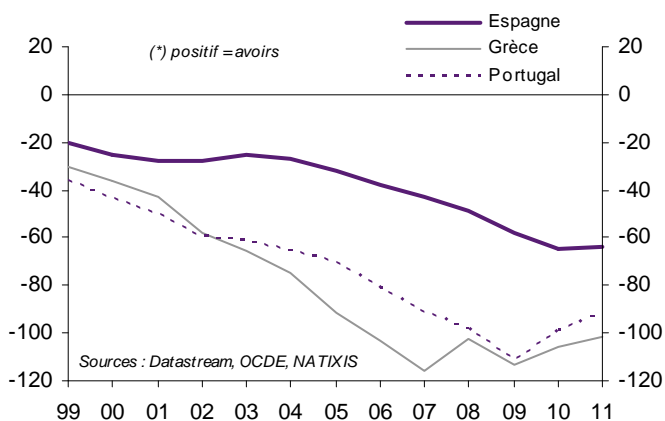
**Graphique 8b**  
Espagne : solde des échanges de revenus  
et balance courante (en % du PIB)



Les trois pays ont **donc une dette extérieure croissante (graphique 9)**. On voit donc :

- que si le pays accumule une dette extérieure, **les paiements d'intérêts sur sa dette extérieure constituent une sortie de revenus** qui annule d'autres excédents extérieurs (services ou tourisme par exemple) ;
- que **l'accumulation de dette extérieure ne peut pas être permanente**, car elle conduit à une crise d'insolvabilité extérieure.

**Graphique 9**  
Dettes nettes extérieures\* (en % du PIB)



**S'il y a fédéralisme entre les pays, il y a transferts de revenus publics** (impôts communs, parties communes de la protection sociale) **et de capitaux** (émissions obligataires communes) qui correspondent à cette seconde solution pour maintenir les taux de change fixes.

Troisième solution :  
intervention des  
Banques Centrales

En l'absence d'ajustement des coûts salariaux et en l'absence de flux de revenus et de capitaux spontanés vers les pays déficitaires, la seule méthode pour maintenir les changes fixes est l'intervention des Banques Centrales.

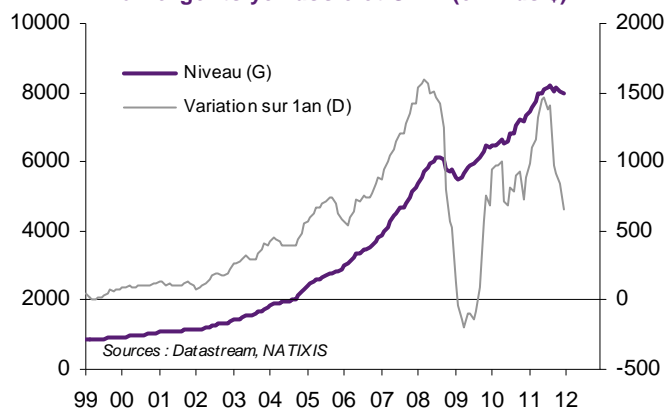
Si un pays est déficitaire, on doit avoir, pour maintenir les taux de change fixes :

Achats de titres du pays par les Banques Centrales des autres pays = Balance commerciale + Solde des flux de revenus + Solde des flux de capitaux

Ce type d'ajustement est très fréquent, par exemple **entre les Banques Centrales des pays émergents et exportateurs de pétrole et les Etats-Unis (graphiques 10a-10b)**, avec les achats de titres publics (en particulier) américains par les Banques Centrales.

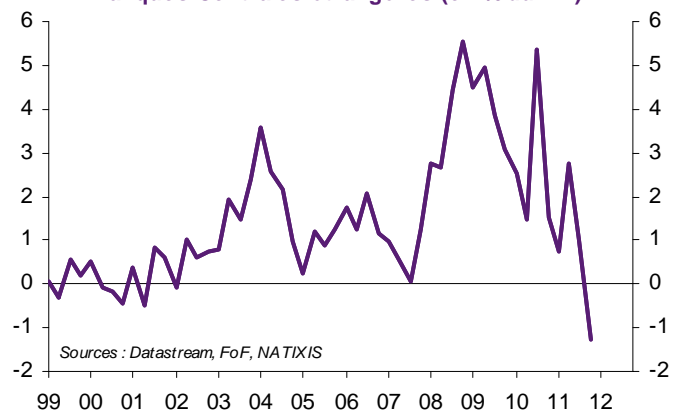
Graphique 10a

Réserves de change de l'ensemble des émergents yc Russie et OPEP (en Mds \$)



Graphique 10b

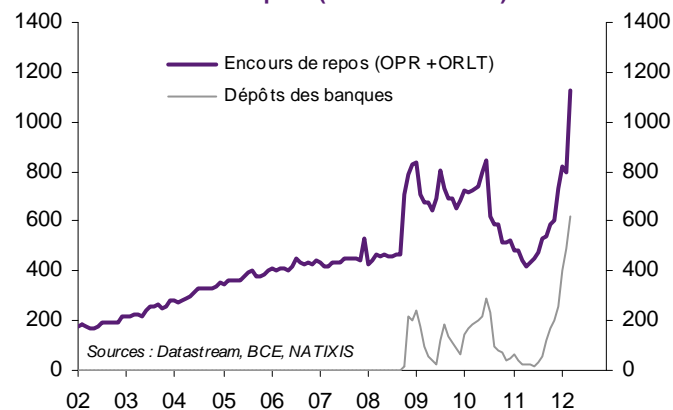
Etats-Unis : achats nets de Treasuries par les Banques Centrales étrangères (en % du PIB)



**A l'intérieur de la zone euro, cet ajustement se fait au travers de la BCE : lorsqu'elle fait des repos au profit des banques des pays déficitaires et qu'elle reçoit les dépôts des banques des pays excédentaires (graphique 11), il s'agit bien d'une intervention de change avec recyclage de l'excès d'épargne des pays excédentaires vers les pays déficitaires avec achat d'actif de ces derniers.**

Graphique 11

Zone euro : encours total de repos et dépôts des banques (en Mds d'euros)



**Synthèse : seulement trois solutions pour maintenir les taux de change fixes**

**Pour maintenir les taux de change fixes (ou une Union Monétaire) entre des pays hétérogènes, il n'y a que trois solutions :**

1. l'ajustement des coûts salariaux pour faire disparaître les déséquilibres extérieurs (des balances courantes) ;
2. des flux de revenus et de capitaux spontanés et durables des pays ayant un excédent extérieur vers les pays ayant un déficit extérieur ;
3. l'intervention des Banques Centrales pour acheter en quantité suffisante des actifs des pays déficitaires.

**En ce qui concerne la zone euro :**

- la première solution correspond au "rêve allemand" d'ajustement structurel ;
- la seconde solution correspond à la mise en place du fédéralisme ;
- la troisième solution à l'intervention présente de la BCE avec les repos à long terme.