

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

29 janvier 2013 – N° 85

Les ajustements macroéconomiques asymétriques peuvent-ils réussir ? La zone Euro après le Système Monétaire Européen

Nous appelons ajustement macroéconomique asymétrique une situation où, dans une union économique et monétaire (dans un accord de changes fixes), le poids de l'ajustement repose seulement sur les pays en difficulté sans contribution des pays en bonne santé économique.

- *Le Système Monétaire Européen (SME, de 1987 à 1992-93) est un premier exemple ; la stabilisation des taux de change (de l'Espagne, de l'Italie, du Royaume-Uni, de la France) vis-à-vis de l'Allemagne était assurée seulement par les politiques monétaires plus restrictives des pays dont les monnaies avaient tendance à se déprécier, en raison de l'asymétrie dans les situations de compétitivité des pays vis-à-vis de l'Allemagne. Le rejet de cette forme d'ajustement asymétrique a conduit finalement à l'explosion du SME en 1992-93.*
- *La zone Euro, depuis 1999, est un second exemple ; en l'absence d'ajustements des taux de change, la solvabilité externe des pays (Espagne, Italie, Portugal, Grèce, France) doit être assurée essentiellement par la contraction de leur demande intérieure, sans contribution significative de l'Allemagne ; l'asymétrie vient de la compétitivité, des finances publiques et des spécialisations productives des pays. Le rejet de la compression de la demande intérieure et de la hausse induite du chômage pourrait aussi entraîner l'explosion de la zone Euro, sauf si des mécanismes plus symétriques (soutien de la demande intérieure en Allemagne, investissements européens, mutualisation des dettes publiques, politiques de réindustrialisation) sont mis en place.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Le concept d'ajustement macroéconomique asymétrique

Dans une union monétaire et économique, ou lorsqu'il y a accord de changes fixes, certains pays peuvent devoir corriger :

- leur compétitivité,
- leur capacité à exporter,
- leur commerce extérieur,
- leurs déficits publics...

Ne pas corriger ces déséquilibres compromet la présence des pays dans l'union économique et monétaire : leur dette extérieure augmente sans fin, leur chômage progresse, leurs taux d'intérêt augmentent...

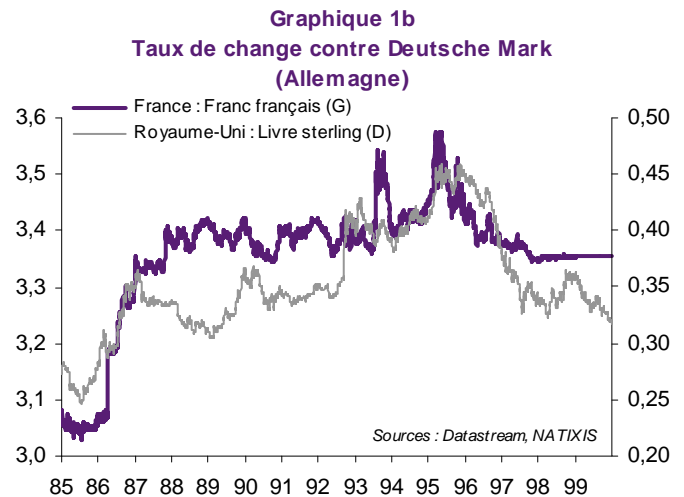
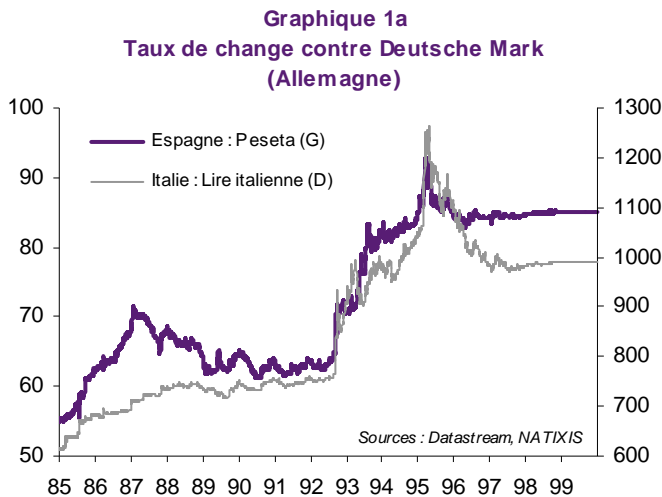
L'ajustement macroéconomique alors nécessaire est asymétrique s'il doit être réalisé exclusivement par les pays en difficulté de l'union monétaire sans contribution significative des pays en bonne santé économique. Le risque que nous évoquons ici est que **si l'ajustement est asymétrique, il devient insupportable pour les pays en difficulté qui finissent par préférer quitter l'union monétaire (et dévaluer).**

Nous donnons deux exemples :

- **le Système Monétaire Européen (1987-1992) ;**
- **la zone Euro (depuis 1999).**

Les causes de l'explosion du Système Monétaire Européen en 1992-93

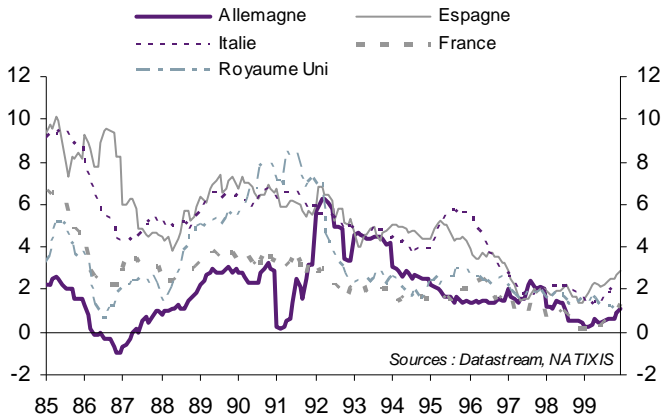
La stabilité des taux de change entre l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni, la France d'un côté, l'Allemagne de l'autre, éclate en 1992 puis 1993 (**graphiques 1a/1b**).



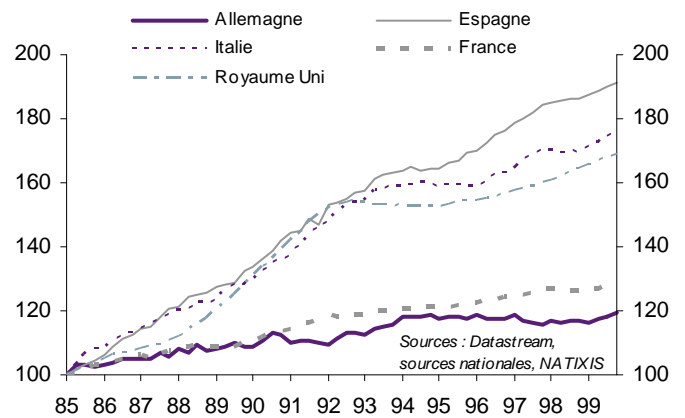
A quoi est due la fin du Système Monétaire Européen en 1992 ?

Les pays qui ont rejoint l'Allemagne dans le Système Monétaire Européen ont une **inflation plus forte que l'Allemagne**, surtout l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni (**graphique 2a**), **leur compétitivité se dégrade** par rapport à celle de l'Allemagne (**graphique 2b**), ce qui ne concerne pas la France.

Graphique 2a
Inflation (CPI, GA en %)

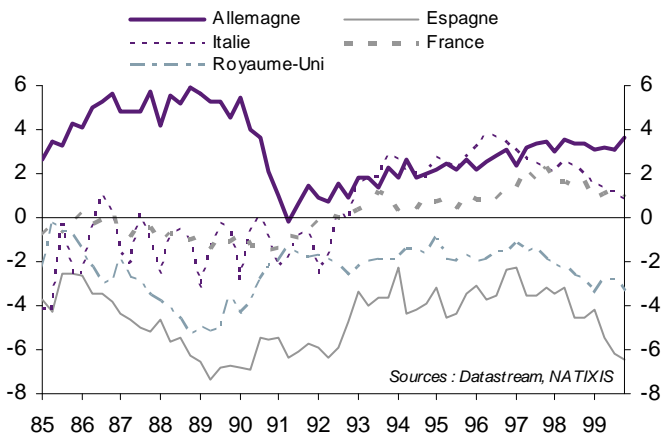


Graphique 2b
Coût salarial unitaire (100 en 1985:1)

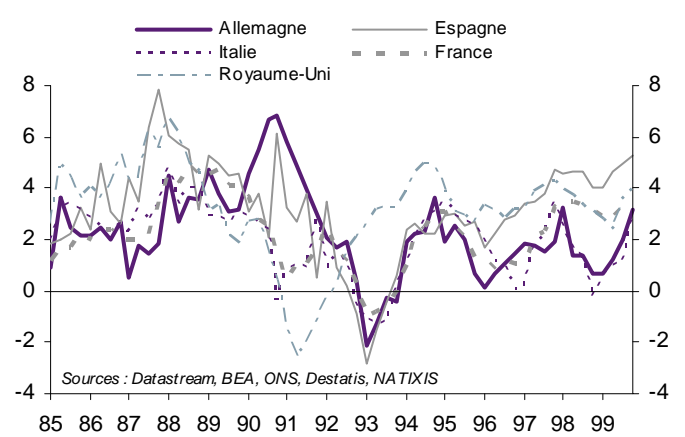


Ceci conduit à une dégradation de leur commerce extérieur (**graphique 3a**) et à un **freinage de leur croissance (graphiques 3b/3c)**, à une remontée du chômage à partir de 1991. Ces évolutions sont accentuées par le fait que **pour conserver des taux de change fixes avec l'Allemagne, ces pays doivent mener des politiques monétaires très restrictives (graphique 4), ce qui devient insupportable quand l'Allemagne monte fortement ses taux d'intérêt après la réunification (graphique 4)**, alors même que les autres pays sont en récession (**graphique 5**).

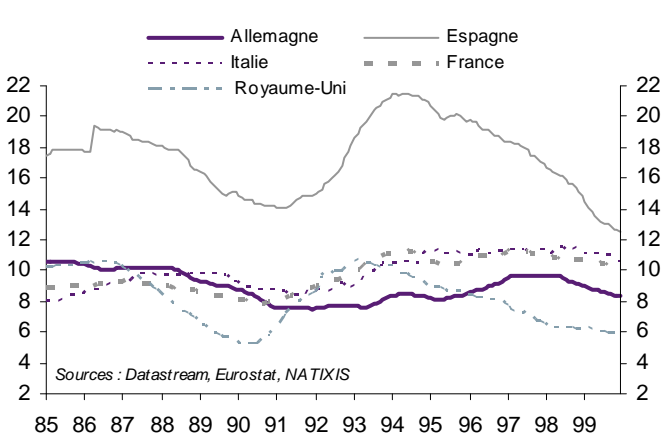
Graphique 3a
Balance commerciale (en % du PIB)



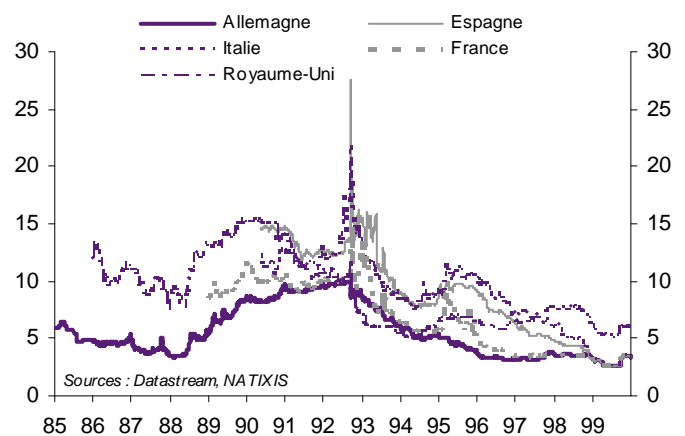
Graphique 3b
Croissance du PIB (volume, GA en %)



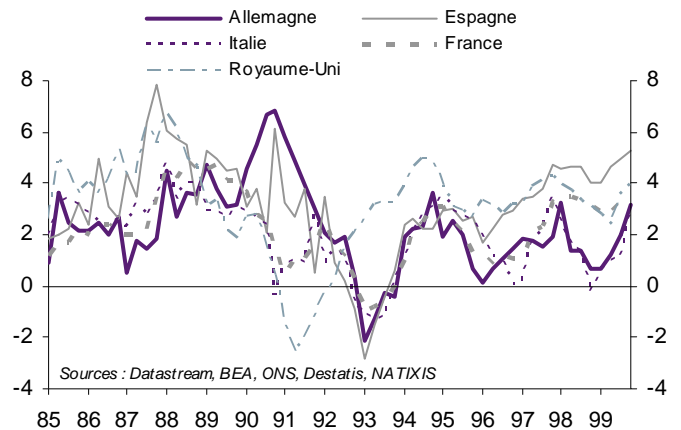
Graphique 3c
Taux de chômage (en %)



Graphique 4
Taux d'intérêt à 3 mois sur les emprunts d'Etat



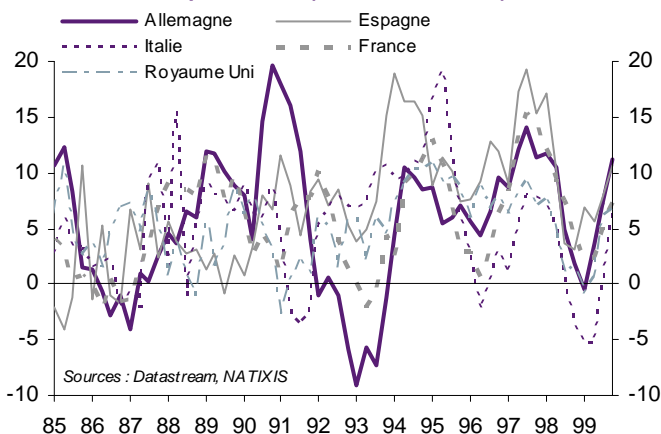
Graphique 5
Croissance du PIB (volume, GA en %)



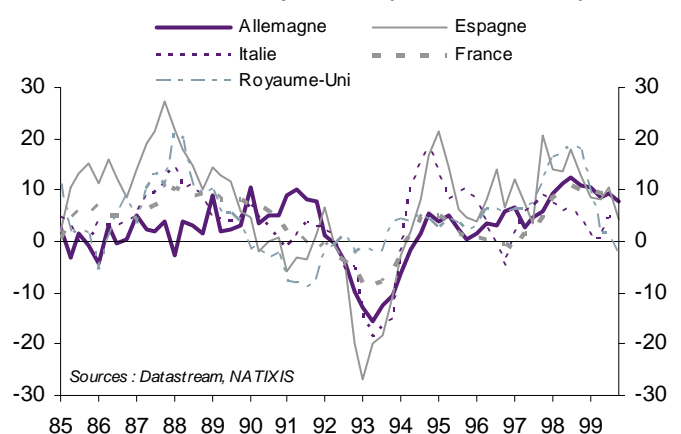
Devant la montée des taux d'intérêt, du chômage, la faiblesse de l'activité, la dégradation du commerce extérieur, **l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni décident de sortir du Système Monétaire Européen**, de baisser leurs taux d'intérêt, de laisser leurs monnaies se déprécier.

Assez vite, ce choix se révèle favorable : reprise des exportations (graphique 6), amélioration du commerce extérieur et de la croissance (graphiques 3a/3b plus haut), reprise des investissements avec la baisse des taux d'intérêt (graphique 7), alors que l'investissement était dégradé depuis 1990.

Graphique 6
Exportations (volume, GA en %)



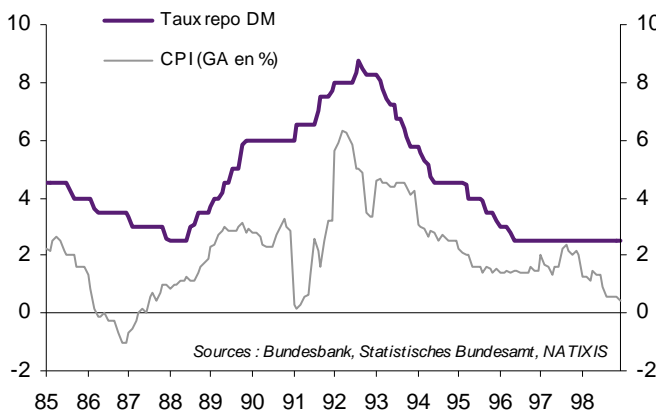
Graphique 7
Investissement productif (volume, GA en %)



La cause de l'explosion du SME est double :

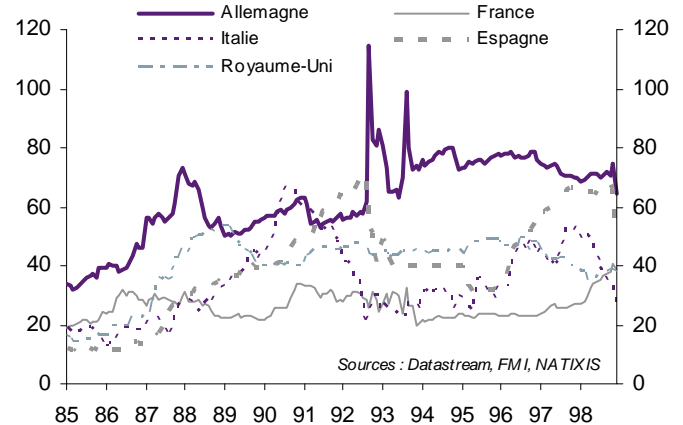
- **asymétrie des pays** (perte de compétitivité dans les pays autres que l'Allemagne) ;
- **ajustement portant seulement sur les pays en difficulté** : ce sont eux qui doivent assurer la stabilité de leur taux de change vis-à-vis du Deutsche Mark ; **l'Allemagne n'aide pas**, au contraire puisqu'elle augmente fortement ses taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation qui résulte de la réunification (graphique 8), au moment où les autres pays ont des difficultés à assurer la stabilité de leur taux de change. Lorsque les marchés financiers anticipent que les autres pays vont quitter le SME, l'attaque spéculative vide les réserves de change (en Espagne, en Italie, graphique 9) et les force effectivement à quitter le SME.

Graphique 8
Allemagne : CPI et taux d'intérêt



L'asymétrie de fonctionnement de la zone Euro

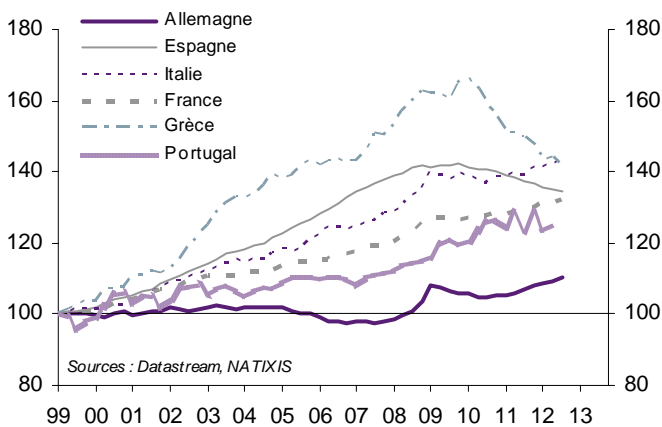
Graphique 9
Réserves de change (Mds de \$)



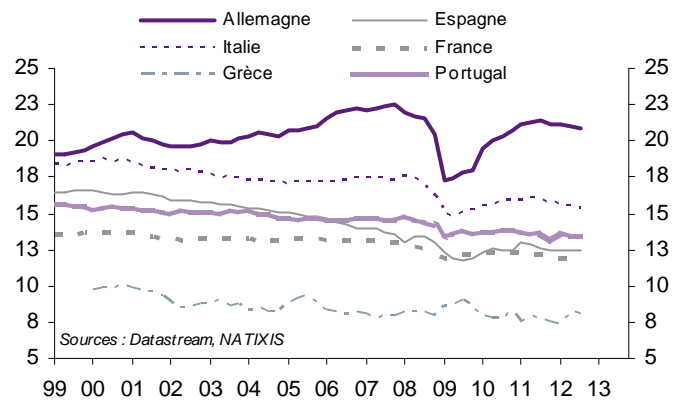
Le second exemple d'asymétrie du processus d'ajustement est l'exemple présent de la zone Euro.

L'asymétrie de la zone Euro vient de la divergence de la compétitivité (graphique 10a) et de l'hétérogénéité des structures productives, avec un poids de l'industrie beaucoup plus élevé en Allemagne que dans les pays en difficulté de la zone Euro (graphique 10b).

Graphique 10a
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)

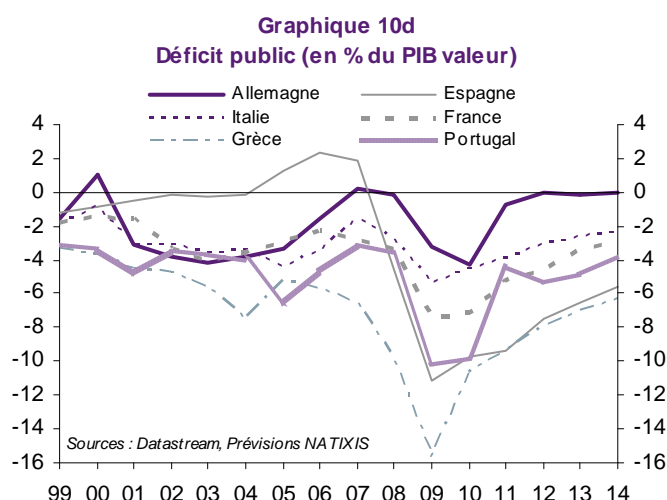
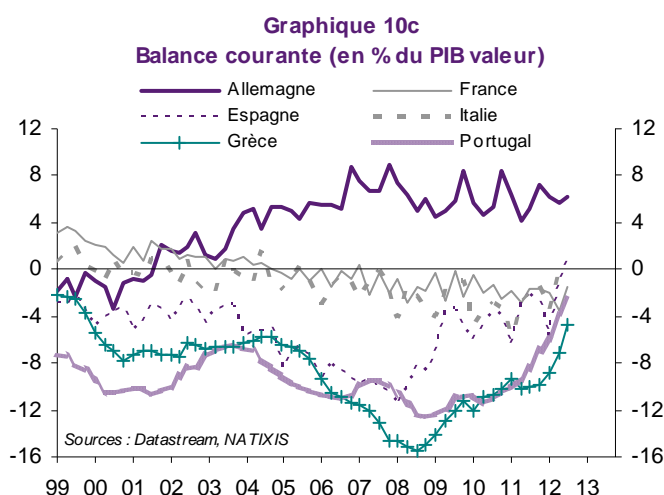


Graphique 10b
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (volume, en % du PIB)



Il en résulte des **excédents extérieurs structurels** dans les pays industriels (Allemagne), des **déficits extérieurs structurels** dans les pays peu industriels ou ayant un problème de compétitivité (**graphique 10c**).

La faiblesse de la croissance dans les pays ayant un déficit de compétitivité et une structure productive défavorable y fait aussi apparaître une **forte dégradation des finances publiques (graphique 10d)**.



Les pays en difficulté (Espagne, Italie, France, Grèce, Portugal) **doivent donc mettre en place des politiques d'ajustement macroéconomique**, qui visent :

- à faire disparaître leurs déficits extérieurs (graphique 10c plus haut), puisqu'ils ne peuvent pas accumuler en permanence des dettes extérieures de plus en plus difficiles à financer ;
- à faire disparaître les déficits publics (graphique 10d haut plus), pour rétablir la solvabilité budgétaire.

Cet ajustement est essentiellement asymétrique :

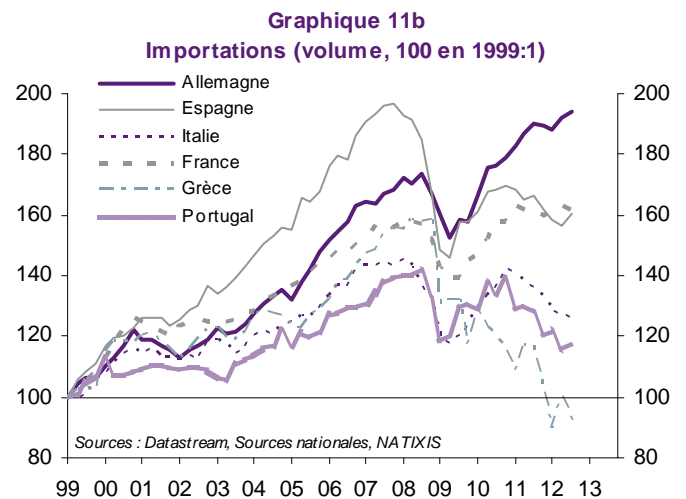
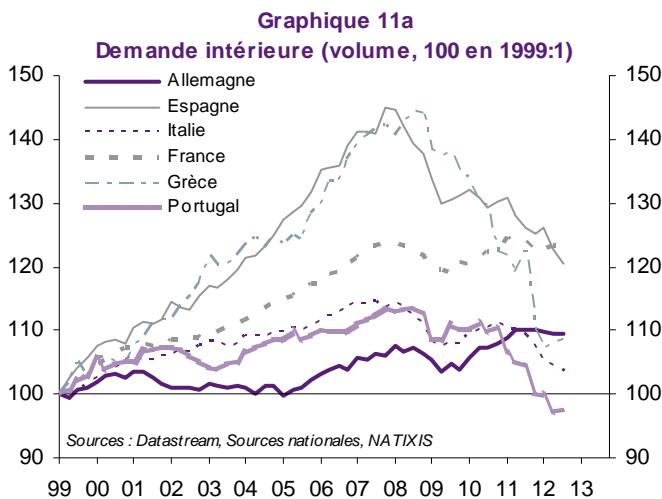
- il passe par des politiques budgétaires restrictives dans les pays en difficulté sans que la politique budgétaire de l'Allemagne devienne plus expansionniste (graphique 10d plus haut, tableau 1) ;

Tableau 1
Prévisions des gouvernements pour les déficits publics (en % du PIB)

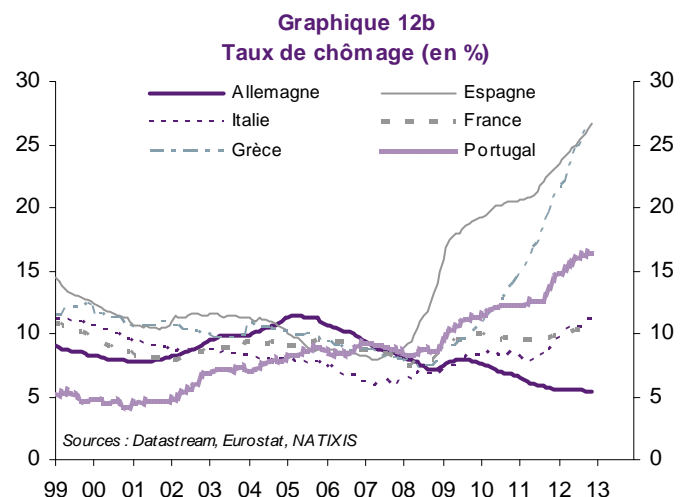
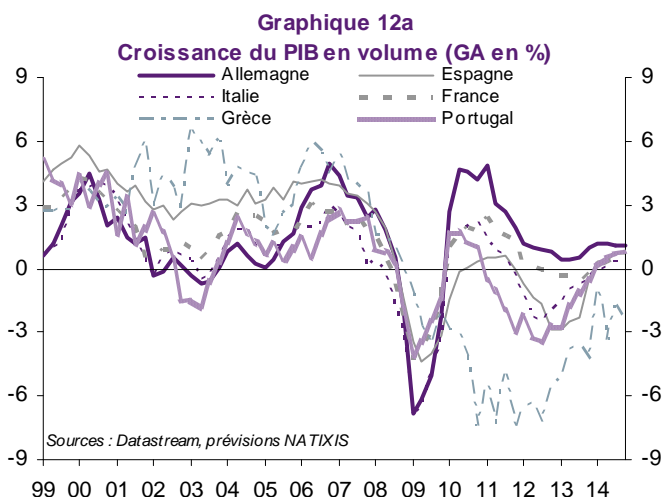
Pays	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Allemagne	-0,1	-3,2	-4,3	-0,8	0,1	-	-	-	-
Espagne	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-6,3	-4,5	-2,8	-1,9	-
Italie	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,6	-1,8	-1,5	-1,3	-
France	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	-2,2	-1,3	-0,6
Grèce	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4	-6,5	-4,9	-2,6	-1,1	-
Portugal	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4	-5,0	-4,5	-2,5	-	-

Sources : Sources Nationales, Natixis

- il passe par un recul de la demande intérieure dans les pays en difficulté (graphique 11a) qui fait reculer les importations (graphique 11b) et améliore le commerce extérieur (graphique 10c plus haut), sans que ce processus soit particulièrement facilité par la croissance de la demande intérieure en Allemagne (graphique 11a) qui stagne depuis 2011.



Les pays en difficulté de la zone Euro portant seuls le poids de l'ajustement et, en conséquence, subissant une forte récession et une forte hausse du chômage (graphiques 12a/12b), il est à craindre que l'euro finisse comme le Système Monétaire européen en 1992, par le découragement des pays en difficulté confrontés à un ajustement asymétrique à leur seule charge.



La nécessité d'un ajustement plus symétrique de la zone Euro

Lorsqu'un accord de changes fixes ou une Union Monétaire fonctionne avec un processus d'ajustement asymétrique à la charge des seuls pays en difficulté, il est à craindre que ceux-ci finissent par se décourager et que l'accord ou l'union finalement explose comme le Système Monétaire Européen en 1992.

Pour l'éviter aujourd'hui pour la zone Euro, il faudrait y introduire un processus d'ajustement macroéconomique plus symétrique qui ne repose pas seulement sur la réduction des déficits publics et de la demande intérieure dans les pays ayant des problèmes de compétitivité, de spécialisation productive, de dépenses publiques :

- forte relance de la demande intérieure en Allemagne,
- forte relance des investissements européens,
- mutualisation d'une partie des dettes publiques,
- politiques concertées de réindustrialisation, etc...