

La déplaisante arithmétique des déséquilibres de la zone euro

Qu'ils soient mesurés par les surplus ou les déficits de compte courant, ou estimés par les mésalignements de change, les déséquilibres entre pays membres de la zone euro restent importants. Au sein d'une union monétaire, le rééquilibrage nécessite des ajustements de prix, qui passent par des écarts de taux d'inflation. Étant donné que l'Allemagne affiche une sous-évaluation de son taux de change effectif réel de 20 points de pourcentage par rapport au reste de la zone, le processus de rééquilibrage impliquerait un taux d'inflation supérieur de 2 points de pourcentage en Allemagne par rapport au reste de la zone euro sur une décennie, ou 1 point sur deux décennies. Pour être compatible avec l'objectif d'inflation de la BCE et ne pas risquer de maintenir le reste de la zone proche de la déflation, ce rééquilibrage nécessite l'acceptation d'une inflation plus forte dans les pays en surplus qui, autant que les pays en déficit, doivent prendre leur part dans l'ajustement à réaliser. La question des déséquilibres hérités de la première décennie de la monnaie unique reste donc pleinement à l'agenda de la zone euro.

Les déséquilibres des comptes courants ont été au cœur de la crise de la zone euro¹. En l'absence de transferts budgétaires au sein d'une union monétaire, les excès d'épargne des pays en excédent investis dans les pays en déficit se cumulent en déséquilibres des avoirs extérieurs nets et créent des fragilités, exposant les pays déficitaires au risque d'un reflux soudain de ces financements (*sudden stop*). Au cours des cinq dernières années, les pays en crise ont considérablement réduit leurs déficits au point de dégager un excédent ou de se rapprocher de l'équilibre en 2016.

Cela signifie-t-il pour autant que les déséquilibres excessifs entre pays membres de la zone euro ont disparu ? Nous montrons dans cette *Lettre* que non, dans la mesure où les pays en excédent, Allemagne et Pays-Bas en tête, n'ont pas corrigé leurs excédents qui se sont même aggravés et dépassent largement les niveaux d'équilibre qui refléteraient leurs fondamentaux et leur position dans le cycle². L'ajustement actuel, grâce à un excédent sans précédent de la zone euro, exporte l'épargne excédentaire vers le reste du monde. Sans rééquilibrage interne, l'ajustement extérieur de la zone euro poussera certains membres vers le déficit. Le

traitement d'un tel héritage de la première décennie de l'euro doit donc faire partie intégrante de tout plan crédible pour l'avenir de la zone. Nous présentons pour cela quelques scénarios d'ajustement et leurs conséquences.

■ Les déséquilibres persistent malgré la disparition des déficits courants

Depuis l'adoption de la monnaie unique, les écarts de soldes courants se sont accentués au sein de la zone euro. À la veille de la crise financière, la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande affichaient des déficits atteignant respectivement 15 %, 12 %, 9 % et 7 % du PIB, tandis que l'Allemagne, les Pays-Bas et le Luxembourg avaient des excédents courants supérieurs à 5 % du PIB.

En 2016, les pays fortement déficitaires de la première décennie de l'euro avaient rééquilibré leurs comptes extérieurs et se situaient en quasi-équilibre (dans le cas de la Grèce) ou en excédent courant (dans le cas de l'Irlande, de l'Espagne, du Portugal), après avoir

1. Voir notamment R. Baldwin & F. Giavazzi (2015), « The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions », Vox-EU, 7 septembre 2015.

2. À titre d'exemple, le FMI estime le compte courant allemand d'équilibre à 4,5 % du PIB en 2016, de sorte que la réduction des déséquilibres excessifs dont il est question dans cette *Lettre* n'implique pas un retour à un solde nul pour tous les pays.

connu un ajustement drastique de plus de 10 points de pourcentage du PIB. L'Italie est également passée d'un déficit de la balance courante à un excédent, avec un ajustement similaire de plus de 5 points de pourcentage au cours des cinq dernières années. Dans la plupart des cas, ces corrections ont été coûteuses, du fait d'une contraction des dépenses qui a réduit les importations, dominant la réorientation des ressources vers les secteurs échangeables.

Le processus de rééquilibrage est toutefois resté asymétrique, sans ajustement parallèle dans les pays excédentaires de la zone euro. Non seulement les excédents de balance courante n'ont pas été réduits, mais ils se sont accrus, atteignant des niveaux sans précédent de plus de 8 % du PIB en Allemagne et aux Pays-Bas en 2016. Ces excédents devraient avoir peu évolué en 2017 selon les prévisions. Cet accroissement des excédents du Nord de la zone euro, parallèlement à la correction des déficits dans les pays du Sud, n'a pas permis de rééquilibrage entre les pays³. Dans l'ensemble, la valeur absolue des excédents et des déficits des pays de la zone euro n'a pas été réduite, mais s'est concentrée sur certains pays. Le graphique 1 montre que la somme des valeurs absolues des soldes courants (en euros) des membres de la zone euro ainsi que l'écart-type entre les pays ont augmenté jusqu'en 2008 et n'ont pas diminué de manière significative par la suite.

Ces déséquilibres de balance courante traduisent des besoins ou des capacités de financement des économies. Jusqu'à la crise de la zone euro, l'épargne nette des pays du Nord de la zone euro trouvait à s'investir dans les pays du Sud dont les déficits traduisaient les besoins de capitaux. Les excédents d'épargne allemands et néerlandais, désormais très supérieurs aux besoins de financement du reste de la zone euro, sont exportés vers le reste du monde. Après une décennie proche de l'équilibre, la zone euro dans son ensemble présente un excédent de 3,5 % du PIB en 2016 (graphique 2).

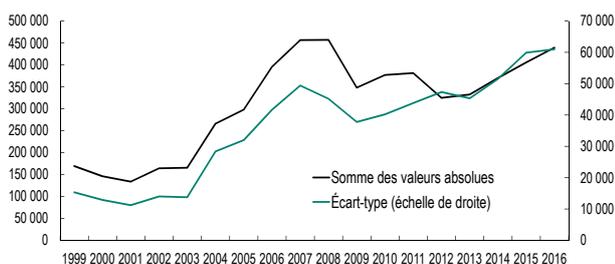
Ces déséquilibres de compte courant peuvent refléter des divergences de fondamentaux de l'économie, liés au niveau de productivité ou à des évolutions démographiques, ou des différences de positions dans le cycle. Une économie en récession aura ainsi tendance à réduire ses investissements et ses importations, et

donc son déficit courant. À l'inverse, une économie en rattrapage aura tendance à investir plus et donc à connaître un déficit courant à moyen terme. Les caractéristiques de chaque économie en un point donné dans le temps influenceront ainsi le niveau d'équilibre de son compte courant, de sorte que tous les pays ne doivent pas cibler un solde nul à tout moment, de même que tous les pays ne peuvent pas être en excédent en même temps. C'est alors la déviation par rapport à ce niveau d'équilibre qu'il faut examiner pour chaque pays. On parle de déséquilibres excessifs qui reflètent des excédents/déficits au-delà des fondamentaux de l'économie et de sa position dans le cycle.

Une autre façon de considérer les déséquilibres extérieurs consiste à examiner les évolutions de taux de change effectif réels (TCER), c'est-à-dire l'évolution du taux de change nominal et des prix vis-à-vis de l'ensemble des partenaires commerciaux de chaque pays. Il est possible de calculer un taux de change d'équilibre qui dépend des fondamentaux d'une économie et de sa situation conjoncturelle. Une divergence par rapport au taux de change d'équilibre ou à une norme souhaitable à long terme peut alors être considérée comme une sur- ou sous-évaluation du taux de change réel.

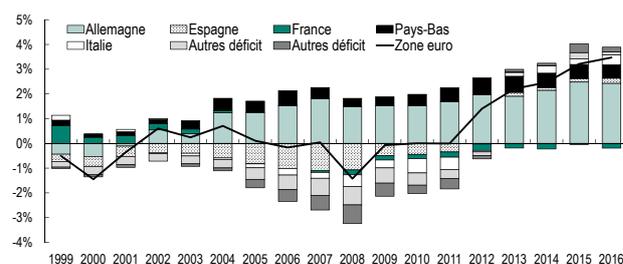
Plusieurs méthodologies ont été développées pour estimer les taux de change d'équilibre. Nous nous concentrons ici sur l'un de ces exercices réalisés par les équipes du Fonds Monétaire International (FMI) dans le cadre de l'*External Balance Assessment* chaque année depuis 2012 pour 28 pays, dont 6 membres de la zone euro et la zone dans son ensemble⁴. La méthodologie du FMI combine une approche positive explicative des niveaux de compte courant ou de taux de change d'équilibre basée sur des équations économétriques prenant en compte un large ensemble de déterminants (structurels, conjoncturels, liés à la politique économique), et une approche normative déterminant la norme spécifique à chaque pays concernant les variables de politique économique du modèle. Le FMI publie ainsi des estimations des écarts à leur cible de TCER et de solde courant pour chaque pays considéré, en prenant en compte l'équilibre entre excédents et déficits au niveau mondial. Ces estimations pour les pays de la zone euro sont reportées dans le tableau 1 pour l'année 2016⁵.

Graphique 1 – Déséquilibres des soldes courants au sein de la zone euro en millions d'euros



Source : calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

Graphique 2 – Compte courant de la zone euro et des pays membres en % du PIB de la zone



Source : calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat.

3. En 2016, l'ensemble du déficit était inférieur à (Belgique, Grèce, France, Lituanie, Slovaquie) ou proche de (Finlande) 1 % du PIB, à l'exception de Chypre (-5,3 %).
4. Les données sont disponibles à cette adresse : <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/External-Sector-Reports>

Tableau 1 – Écarts au niveau d'équilibre de compte courant et de taux de change effectif réel

	Compte courant (% du PIB)		Écart de TCER (%)	
	Niveau	Écart	Moyen	Intervalle
Zone euro	3,3	0,3	-1,0	-5 / 3
Allemagne	8,3	4,5	-15,0	-20 / -10
France	-1,0	-2,8	11,0	8 / 14
Espagne	2,0	-2,0	7,5	5 / 10
Italie	2,6	-2,0	9,0	6 / 12
Pays-Bas	8,4	3,0	-9,0	-12 / -6
Belgique	0,0	-1,5	6,0	2 / 10

Note : les normes de compte courant et de TCER sont celles calculées par l'*External Balance Analysis* du FMI et reflètent la situation conjoncturelle et les fondamentaux des économies.

Source : FMI, *External Balance Assessment, External Sector Report 2017*.

En 2016, le FMI estime que la zone euro prise dans son ensemble est à l'équilibre, son excédent courant reflétant les fondamentaux et la position dans le cycle de la zone par rapport au reste du monde. Cet alignement cache cependant de larges mésalignements entre les membres de la zone euro. L'Allemagne et les Pays-Bas se distinguent ainsi par la forte sous-évaluation de leur TCER (respectivement -10 % à -20 % et -6 % à -1 %) qui reflète leurs forts excédents courants au-delà du niveau (positif) élevé de leur solde courant d'équilibre estimé⁶ (seule la différence est considérée comme « excédent excessif »). De leur côté, la France, l'Italie et l'Espagne sont significativement surévaluées, mais sur des tendances différentes avec depuis 2005 une amélioration du TCER espagnol et une détérioration des TCER français et italien.

■ Le rééquilibrage est un processus long qui nécessite une inflation élevée en Allemagne

Au sein d'une union monétaire, les mésalignements de TCER entre pays membres ne peuvent plus, par définition, être ajustés par le biais du taux de change nominal. Le rééquilibrage exige donc des ajustements de prix au moyen d'écarts de taux d'inflation soutenus sur une longue période⁷. Nous prenons comme données les divergences estimées du TCER présentées dans le tableau 1 et examinons les ajustements de prix nécessaires pour parvenir à un rééquilibrage selon différents scénarios.

Les estimations du FMI présentées dans le tableau 1 évaluent à 20 % l'écart de TCER entre l'Allemagne et le reste de la zone euro⁸. Le tableau 2 indique les taux d'inflation annuels moyens en

Allemagne et dans le reste de la zone euro nécessaires pendant l'ajustement, en fonction de l'horizon d'ajustement considéré et du taux d'inflation global de la zone euro. Nous examinons deux horizons temporels différents (10 et 20 ans) et trois hypothèses concernant le taux d'inflation global de la zone euro (1 %, 2 % et 3 % en moyenne annuelle) pour un total donc de six scénarios.

Les conclusions sont claires : le rééquilibrage nécessite un important différentiel d'inflation soutenu sur une longue période ; sur une période de 10 ans, un taux d'inflation supérieur de 2 points de pourcentage en Allemagne est nécessaire, et sur une période de 20 ans de 1 point de pourcentage. En outre, un taux d'inflation moyen au niveau de l'ensemble de la zone euro proche de la cible de 2 % fixée par la BCE implique un taux d'inflation nettement supérieur à 2 % par an en Allemagne. Avec une inflation de 2 % (au niveau actuel de la cible de la BCE), le rééquilibrage implique nécessairement que les pays excédentaires acceptent durablement une inflation significativement plus élevée que 2 %. Si l'inflation globale de la zone euro restait limitée à 1 %, le processus de rééquilibrage impliquerait une quasi-stagnation des prix dans le reste de la zone euro. Avec un taux d'inflation global de 3 %, l'ajustement serait évidemment beaucoup plus aisé pour le reste de la zone euro, mais impliquerait pour l'Allemagne une inflation proche de ou supérieure à 4 %⁹, ce qui paraît difficilement envisageable. Comment ces scénarios se comparent-ils à l'histoire récente de l'inflation en zone euro ? Le graphique 3 présente l'inflation (en moyenne mobile sur trois ans) de la zone euro et de ses principaux membres. Le scénario d'inflation à 1 % correspond à l'inflation moyenne de la zone euro depuis la crise. Au cours de cette période, les ajustements de prix ont été associés à une faible croissance, à l'exception de l'Allemagne qui a enregistré une croissance du PIB proche de son (faible) niveau d'avant-crise. L'inflation allemande a été de 1,7 % en moyenne contre 0,8 % dans le reste de la zone

Tableau 2 – Inflation en Allemagne et dans le reste de la zone euro selon les scénarios d'ajustement

Durée en années	Inflation (en %)		
	Zone euro	Allemagne	Reste de la zone euro
10	1,0	2,4	0,4
10	2,0	3,4	1,4
10	3,0	4,4	2,4
20	1,0	1,7	0,7
20	2,0	2,7	1,7
20	3,0	3,7	2,7

Source : calculs des auteurs.

5. La méthodologie est décrite dans FMI (2013) « External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background ».

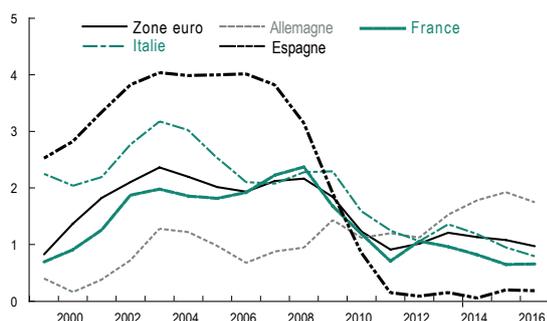
6. Le niveau d'équilibre du compte courant reflétant les caractéristiques structurelles de l'économie allemande est estimé par le FMI à un excédent de 4,5 % du PIB, niveau élevé pourtant dépassé par le solde courant observé de 8,3 % du PIB en 2016.

7. Nous utilisons la croissance du déflateur du PIB comme mesure de l'inflation. Le déflateur du PIB repose sur les prix des facteurs qui sont principalement nationaux, alors que l'inflation des prix à la consommation (IPC) dépend également directement des prix étrangers (y compris le prix du pétrole) et des taux de change, facteurs volatils qui entrent dans les termes de l'échange avec des pondérations qui varient d'un pays à l'autre en fonction de leur ouverture et de leur spécialisation. À long terme, les deux mesures convergent. Il est à noter que les TCER du FMI sont calculés à l'aide de l'IPC.

8. Il convient de noter que l'écart est légèrement plus important (21 %) si l'on considère l'Allemagne et les Pays-Bas réunis. En utilisant une autre méthodologie pour calculer les taux de change d'équilibre (taux de change d'équilibre comportemental), la base de données EQCHANGE du CEPII fournit un ordre de grandeur similaire (c'est-à-dire une sous-évaluation allemande de 17 % par rapport au reste de la zone euro); voir *La Lettre du CEPII* n° 375 de mars 2017 par C. Couharde, A.-L. Delatte, C. Grekou, V. Mignon et F. Morvillier.

9. À noter que l'on se réfère ici à l'inflation des prix de la valeur ajoutée ; une appréciation réelle d'un pays vis-à-vis du reste de la zone euro impliquerait un surcroît d'inflation des prix à la consommation moindre que celui des prix à la production, tandis qu'une appréciation nominale de l'euro modérerait l'inflation perçue par les consommateurs dans tous les pays.

Graphique 3 – Inflation en moyenne mobile sur 3 ans en %



Note : déflateur du PIB.

Source : Eurostat.

euro, ce qui correspond au scénario d'ajustement sur 20 ans du tableau 2. Au niveau actuel de l'inflation, l'ajustement implique donc : 1) un horizon d'ajustement de 20 ans et 2) une inflation inférieure à 1 % dans le reste de la zone euro. Ce scénario impliquerait toutefois pour la BCE d'accepter que l'inflation reste durablement en deçà de sa cible de 2 %, ce qui nécessairement entamerait sa crédibilité¹⁰.

Pour replacer ces cibles d'inflation dans une perspective plus large, un taux de 1 % par an correspond au taux allemand d'avant la crise et 1,7 % à celui de la France ou à la moyenne européenne d'avant crise. Par ailleurs, un taux d'inflation proche de 3 % nécessaire en Allemagne pour que l'inflation de la zone euro atteigne 2 %, bien qu'inférieure à l'inflation enregistrée en Espagne au cours de la période précédant la crise, n'a été atteint en Allemagne qu'à deux reprises dans l'histoire récente : au début des années 1980 alors que la politique monétaire était indépendante et l'inflation supérieure à 10 % dans la plupart des autres pays à hauts revenus, et lors de la réunification (3,8 % d'inflation moyenne de 1989 à 1993).

Le rééquilibrage des soldes courants au sein de la zone euro a été limité depuis 2010, car la réduction des déficits excessifs s'est accompagnée d'une augmentation des excédents courants dans le reste de la zone. Ces déséquilibres extérieurs réels correspondent à des sur- ou sous-évaluations des taux de change effectifs réels des pays membres, dont la correction nécessite des ajustements de prix en l'absence de variation du taux de change nominal. L'ajustement qui s'est opéré jusqu'à présent a été asymétrique, reposant surtout sur les pays déficitaires : ces derniers ont dû accepter un fort ralentissement des prix, tandis que les prix dans les pays excédentaires n'ont pas assez augmenté. Il importe à cet égard que les mécanismes de surveillance visant à prévenir les déséquilibres permettent un ajustement symétrique entre pays excédentaires et pays déficitaires.

Pour être cohérente avec une cible d'inflation de 2 % pour la zone, la réduction des déséquilibres internes à la zone euro nécessiterait une inflation annuelle moyenne de 3 % dans les pays excédentaires (à savoir l'Allemagne et les Pays-Bas) sur une période de 10 ans et de 2,7 % sur une période de 20 ans. Un ajustement, avec un taux d'inflation inférieur à 3 %, impliquerait pour l'ensemble de la zone un taux d'inflation trop bas du point de vue cette fois de la cible actuelle de la BCE.

En l'absence de transferts budgétaires au sein d'une union monétaire, les déséquilibres excessifs de la balance courante se cumulent en déséquilibres nets des avoirs extérieurs et, en fin de compte, entraînent des ajustements coûteux des prix dans les pays déficitaires, en particulier en cas d'ajustement asymétrique. Compte tenu des déséquilibres hérités de la première décennie de l'euro, la question de leur traitement ne peut être ignorée au risque de mettre en danger la pérennité de la zone.

Guillaume Gaulier & Vincent Vicard
vincent.vicard@cepil.fr

10. Toutefois, une cible d'inflation plus basse tend à être considérée comme non désirable, cf. Andrade, Le Bihan et Matheron, « Pourquoi abaisser la cible d'inflation serait une mauvaise idée », Bloc-notes Eco de la Banque de France.

* Vincent Vicard est économiste au CEPII. Guillaume Gaulier est économiste chercheur senior à la Banque de France et chercheur associé au CEPII. Cette Lettre exprime l'opinion des auteurs et ne reflète pas nécessairement le point de vue de la Banque de France.

La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2018

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepil.fr – @CEPII_Paris

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Jézabel Couppey-Soubeyran
& Sophie Piton

RÉALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPII
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Février 2018
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

