



## Quelles sont les causes des déséquilibres des comptes courants dans les pays périphériques de la zone euro ?

**Daniele SIENA**  
Direction des Études  
et des Relations internationales  
et européennes

*Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.*

*Les déséquilibres extérieurs peuvent accroître la vulnérabilité des pays. Pour les pays périphériques de la zone euro, l'accentuation de ces déséquilibres a commencé en 1996, avant l'introduction de l'euro. Ce Rue de la Banque teste différentes explications de l'accumulation de ces déséquilibres depuis 1996. Il est tenu compte du rôle joué par les modifications des anticipations des agents économiques, qui pourraient avoir été déclenchées par l'annonce, en décembre 1995, du calendrier précis de la transition vers la monnaie unique. Les déséquilibres des transactions courantes et des taux de change réels dans les pays périphériques de la zone euro résultent en grande partie de la réduction anticipée du coût relatif (par rapport aux pays du noyau dur) des emprunts internationaux et non d'un processus de rattrapage (les capitaux n'affluaient pas simplement vers les pays enregistrant des taux de rendement actuels ou attendus plus élevés).*

Les récentes évolutions dans la zone euro indiquent que les déséquilibres extérieurs, en particulier les déséquilibres des transactions courantes et les distorsions des taux de change réels, ont contribué à accentuer la vulnérabilité des pays membres situés à la périphérie. Quelles sont les causes de ces déséquilibres ? D'une part, selon la théorie classique, les économies en phase de rattrapage, qui bénéficient de perspectives de croissance plus fortes et/ou de taux de rendement plus élevés, enregistrent des déficits croissants des transactions courantes (Blanchard et Giavazzi, 2002). Un rééquilibrage s'opère ensuite grâce aux excédents générés par un accroissement de la capacité de production.

À cet égard, les hausses attendues de la productivité, notamment dans le secteur marchand (Giavazzi et Spaventa, 2010), peuvent être interprétées comme étant la principale source des déficits courants générés par le rattrapage. Par ailleurs, d'autres études suggèrent que la dynamique des marchés financiers (par exemple Lane, 2013 et Hale et Obstfeld, 2016) ou les accroissements de la demande (par exemple Gaulier et Vicard, 2012 et Kang et Shambaugh, 2013) ont été les principaux déterminants des déséquilibres de l'UEM.

Dans ce numéro de *Rue de la Banque*, nous nous attachons à éclairer ce débat en testant différentes explications possibles des déséquilibres de la zone euro.

### Trois principaux faits stylisés

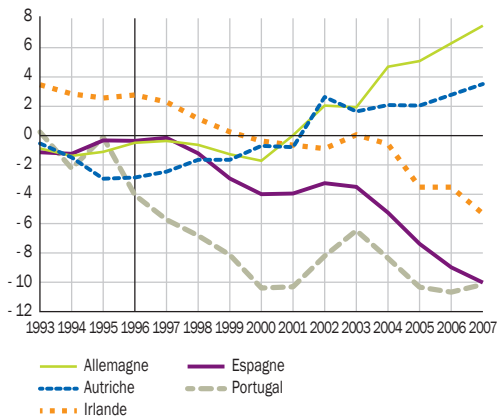
Trois faits macroéconomiques ont caractérisé l'Irlande, le Portugal et l'Espagne (ci-après IPE) de 1996 à la Grande Récession<sup>1</sup>. Premièrement, les déficits des transactions courantes des IPE ont commencé à se creuser à partir de 1996, donc avant l'introduction de l'euro, tandis que d'autres pays, l'Allemagne et l'Autriche par exemple, enregistraient des excédents croissants (cf. graphique 1a). Deuxièmement, dans le même temps, la croissance des IPE était supérieure à la tendance, l'investissement se renforçait et le taux de change réel enregistrait une appréciation persistante par rapport au

<sup>1</sup> Nous n'intégrons pas la Grèce dans l'analyse en raison des incompatibilités entre les données pour la période précédant l'entrée de ce pays dans la zone euro.

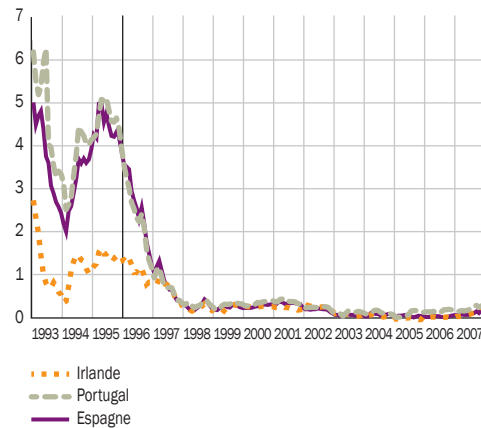
## G1 Compte courant, PIB réel, taux de change réel et écarts de rendement des obligations

(%, taux de change réel en indice)

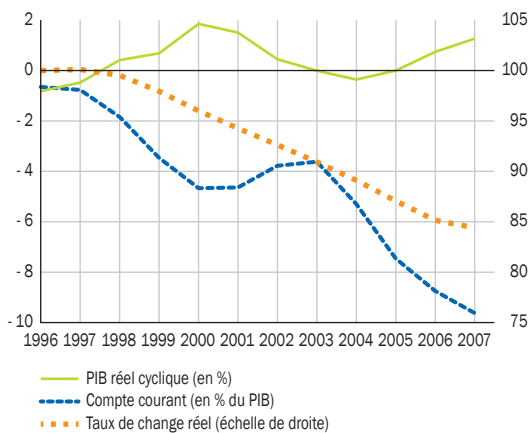
a) Dynamique du compte courant rapporté au PIB



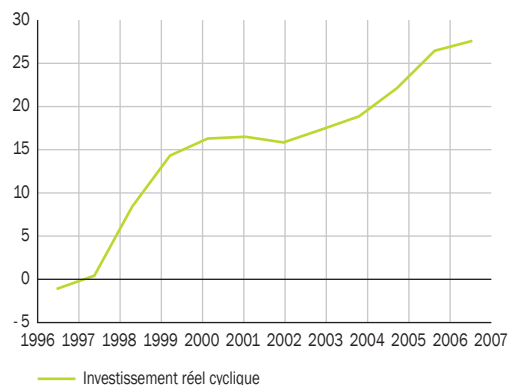
c) Écart de rendement des emprunts publics à long terme par rapport au Bund allemand



b) PIB réel cyclique et déséquilibres extérieurs en Irlande, au Portugal et en Espagne



d) L'investissement en Irlande, au Portugal et en Espagne



Notes : Dans le graphique 1b, le PIB réel cyclique est l'écart en logarithme du PIB par rapport à une tendance déterministe (exprimé en %) et le taux de change effectif réel (TCER) est calculé vis-à-vis d'une Union européenne à douze pays et exprimé en indice (1996 = 100). Le PIB réel cyclique, le compte courant et le TCER sont des moyennes pondérées pour le sous-ensemble des trois pays, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne, les parts relatives des dépenses de consommation des ménages dans l'IPCH annuel étant utilisées comme pondération.

Dans le graphique 1c, les écarts de rendement des emprunts publics à long terme sont calculés à partir des taux d'intérêt avant impôt observés sur le marché secondaire des emprunts des administrations centrales d'une durée résiduelle de dix ans environ.

Dans le graphique 1d, l'investissement réel cyclique est l'écart en logarithme de l'investissement moyen du sous-ensemble IPE par rapport à la tendance déterministe du PIB (exprimé en %), avec la même pondération que pour le graphique 1b.

Source : Eurostat.

reste de la zone<sup>2</sup> (cf. graphiques 1b et 1d). Troisièmement, vers 1996, le surcoût dont les IPE devaient s'acquitter pour leur financement à long terme par rapport aux pays du noyau dur de la zone euro a commencé à diminuer de façon spectaculaire (cf. graphique 1c).

S'appuyant sur le calendrier de ces trois faits stylisés qui ont commencé avant l'introduction effective de l'euro,

notre analyse prendra également en compte le rôle joué par les modifications des anticipations économiques des agents sur les variables macroéconomiques.

2 Le Portugal a cessé de progresser à un rythme toujours plus rapide que la tendance après l'année 2000. Toutefois, les années de creusement des déficits courants (1995-2000) ont été caractérisées par une forte croissance du PIB et une hausse des investissements.

## Le rôle des anticipations

Le Conseil européen, qui s'est tenu à Madrid les 15 et 16 décembre 1995, a arrêté le calendrier précis de la transition vers la monnaie unique. Cette annonce a constitué un signal important pour les agents économiques qui ont modifié leurs anticipations concernant, par exemple, les coûts futurs des biens importés du reste de l'Union monétaire et les coûts futurs de financement. Même si ces modifications étaient seulement anticipées, c'est-à-dire qu'elles ne changeaient rien, sur le moment, aux fondamentaux de l'économie, cette information a pu avoir d'importantes conséquences pour le comportement des agents économiques.

Par conséquent, nous testons sur les plans théorique et empirique si des modifications des anticipations conditionnelles ont été un facteur important des déséquilibres observés. Notre procédure d'estimation part de l'hypothèse que les événements futurs attendus se produisent avec certitude<sup>3</sup> (chocs de nouvelles – *news shocks*).

## Comment distinguer les différentes sources des dynamiques des transactions courantes ?

Les déficits courants ont des implications différentes, en matière économique et de politique à suivre, en fonction de leurs facteurs déclencheurs<sup>4</sup>. Afin d'évaluer les sources des déséquilibres de l'UEM, nous nous appuyons sur un modèle structurel théorique estimé<sup>5</sup>. L'utilisation d'un modèle permet de tester différentes hypothèses en s'intéressant simultanément à une série exhaustive de variables internationales, pour mettre en évidence les importantes interconnexions entre elles. Premièrement, nous identifions les déterminants des déséquilibres des IPE. Deuxièmement, nous quantifions le rôle de chacune des explications possibles.

## Résultats

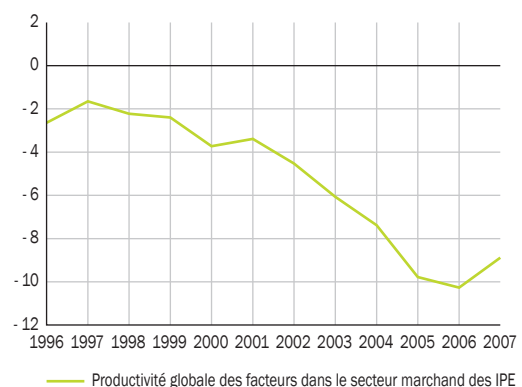
Nous testons les trois principales explications avancées par la littérature : rattrapage, hausse de la demande et facteurs financiers. Ces trois sources sont toutes compatibles avec une augmentation sensible des déficits courants dans les IPE.

**Le rattrapage** (défini dans le modèle comme une augmentation anticipée de la productivité) ne peut pas être le principal déterminant des déficits courants observés. En effet, une hausse de la productivité (actuelle

ou attendue dans le futur) génère (immédiatement ou avec un décalage) une dépréciation et non une appréciation du taux de change réel. Intuitivement, une augmentation de la productivité entraîne une diminution des coûts marginaux de production qui fait baisser les prix. Seules des modifications des anticipations de productivité à long terme limitées au secteur marchand peuvent, de manière analogue à l'effet Harrod Balassa Samuelson, provoquer une appréciation persistante du taux de change réel. Toutefois, un rattrapage dans le secteur marchand ne permet pas d'expliquer la détérioration persistante du compte des transactions courantes car il suppose une augmentation de la compétitivité internationale. En outre, l'hypothèse d'un rattrapage est difficile à concilier avec les faits montrant que la productivité globale des facteurs dans les IPE, notamment dans le secteur marchand, diminuait en réalité (comme le montrent également Gopinath *et al.*, 2015 et le graphique 2).

## G2 Productivité en Irlande, au Portugal et en Espagne dans le secteur marchand

(en %)



Note : Trajectoire de la productivité globale des facteurs dans le secteur marchand calculée en écart en pourcentage par rapport à la tendance. La tendance est calculée comme la PGF moyenne sur la période 1981-2007 pour l'Espagne, 1989-2007 pour l'Irlande et 1996-2007 pour le Portugal.

Source : Base de données EU KLEMS et Siena (2014).

<sup>3</sup> Les résultats théoriques se montrent néanmoins robustes sous l'hypothèse d'une certaine incertitude entourant les modifications futures des anticipations (chocs de type bruit).

<sup>4</sup> Cf. par exemple Obstfeld et Rogoff (1995) et Bussière *et al.* (2006).

<sup>5</sup> Nous développons et nous estimons un modèle DSGE néo-keynésien à deux secteurs d'union monétaire pour une petite économie ouverte. Cf. Siena (2014) pour plus de détails. Le modèle est estimé à partir d'une moyenne pondérée des données des IPE sur la période de janvier 1996 à décembre 2007.

La deuxième explication, avancée par Gaulier et Vicard (2012) et Kang et Shambaugh (2013), est que le déficit provient d'un **choc de demande** dans les IPE affectant les biens importés mais également le logement (et les biens non marchands plus généralement). Le modèle théorique montre, toutefois, qu'une augmentation des déficits courants due à un essor de la demande se serait accompagnée d'une baisse des investissements liée à l'éviction de l'épargne par la consommation, et non de la hausse observée (cf. graphique 1d).

À l'inverse, la troisième explication, axée sur les **facteurs financiers** (par exemple des baisses concomitantes et attendues de l'écart de rendement par rapport aux pays du noyau dur de l'UEM), permet d'expliquer à la fois les déficits courants, l'appréciation du taux de change réel et la croissance supérieure à la tendance. En effet, une diminution du coût relatif des emprunts internationaux se traduit par une hausse de la demande agrégée, via une augmentation de la consommation et de l'investissement. Cette évolution pousse les prix intérieurs à la hausse (dans le secteur produisant des biens marchands mais surtout dans le secteur non marchand, comme le logement), ce qui entraîne une appréciation du taux de change réel. L'appréciation du taux de change réel et l'augmentation de la demande d'importations génèrent, quant à elles, des exportations nettes négatives et des déficits courants. Ces effets sur l'économie sont plus durables si la réduction des coûts des emprunts internationaux est anticipée : les agents économiques préfèrent ajuster en douceur leur consommation et leur investissement. De fait, entre 1996 et 2007, les IPE ont enregistré une baisse sensible et sans précédent du coût relatif des emprunts (cf. graphique 1c), qui a commencé lorsqu'en 1996 les ménages ont pris conscience que la construction de l'UEM se ferait vraiment<sup>6</sup>.

### Évaluation de la pertinence empirique des différentes explications

L'estimation du modèle, à l'aide de techniques bayésiennes, nous permet de quantifier l'importance relative des explications plausibles énumérées précédemment. Nous nous intéressons particulièrement à la dynamique du compte des transactions courantes,

#### T1 Part de la variance expliquée par des fluctuations simultanées et anticipées

(en %)

Source	Δ PIB réel	Δ CC	Δ TCR
Simultanées	65	38	52
Anticipées	35	62	48

Note : CC signifie compte courant et est exprimé en pourcentage du PIB, TCR signifie taux de change réel.

Source : Siena (2014).

#### T2 Part de la variance expliquée par les trois explications proposées

(en %)

Source	Δ PIB réel	Δ CC	Δ TCR
Rattrapage	11,3	22,8	7,1
Choc de demande	21,2	25,3	13,3
Facteurs financiers	18,0	26,9	39,7
Autres	49,5	25	39,9

Note : CC signifie compte courant et est exprimé en pourcentage du PIB, TCR signifie taux de change réel. « Rattrapage » correspond à des chocs marchands ou non marchands anticipés, « choc de demande » à des chocs de demande – anticipés ou non – et « facteurs financiers » à des chocs – anticipés ou non – sur les écarts de rendement.

Source : Siena (2014).

du taux de change réel et du PIB réel. Premièrement, les anticipations ont joué un rôle important dans les fluctuations du compte des transactions courantes et du taux de change réel, mais moins pour le PIB réel (elles expliquent respectivement deux tiers, la moitié et un tiers des fluctuations ; cf. tableau 1).

En résumé, les déséquilibres des transactions courantes et des taux de change réels dans les pays périphériques de la zone euro s'expliquent en grande partie par une diminution anticipée du coût relatif (par rapport aux pays du noyau dur) des emprunts internationaux et non par un rattrapage.

<sup>6</sup> La baisse du coût relatif d'emprunt à long terme des IPE s'est effectuée en deux phases : une forte baisse entre 1996 et 1998, puis une baisse plus lente – mais persistante – sur la période comprise entre 2002 et le premier trimestre 2006.

## Bibliographie

### Blanchard (O.) et Giavazzi (F.) (2002)

« Current account deficits in the Euro area: the end of the Feldstein Horioka puzzle? », *Brookings Papers on Economic Activity*, 33(2), p. 147-210.

### Bussière (M.) et Fratzscher (M.) (2006)

« Current account dynamics in OECD countries and in the new EU member states: an intertemporal approach », *Journal of Economic Integration*, 21, issue, p. 593-618.

### Gaulier (G.) et Vicard (V.) (2012)

« Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 189, 3<sup>e</sup> trimestre.

### Giavazzi (F.) et Spaventa (L.) (2010)

« Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro area », CEPR Discussion Papers 8008, C.E.P.R. Discussion Papers.

### Gopinath (G.), Kalemli-Özcan (Ş.), Karabarbounis (L.) et Villegas-Sanchez (C.) (2015)

« Capital allocation and productivity in South Europe », *NBER Working Papers* 21453, National Bureau of Economic Research.

### Hale (G.) et Obstfeld (M.) (2016)

« The Euro and the geography of international debt flows », *Journal of the European Economic Association*, 14(1.), p. 115-144, février.

### Kang (J. S.) et Shambaugh (J.) (2013)

« The evolution of current account deficits in the Euro area periphery and the Baltics: many paths to the same endpoint », *IMF Working Paper* No. 13/169.

### Lane (P. R.) (2013)

« Capital flows in the Euro area, *European economy* », Economic Papers 497, Direction générale des Affaires économiques et financières (DG ECFIN.), Commission européenne.

### Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (1995)

« The intertemporal approach to the current account », in: Gene Grossmann and Kenneth Rogoff (eds.) *Handbook of International Economics*, vol. III, Elsevier.

### Siena (D.) (2014)

« The European Monetary Union and imbalances: is it an anticipation story? », *Banque de France, Document de travail* n° 501, juillet.

#### Éditeur

Banque de France

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

#### Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

#### Réalisation

Direction de la Communication

Octobre 2016

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)