LETTRE

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

N° 20
Oct. 2007

TRÉSOR-ÉCO

Faut-il s'inquiéter des déséquilibres de balances courantes en union monétaire ?

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi.

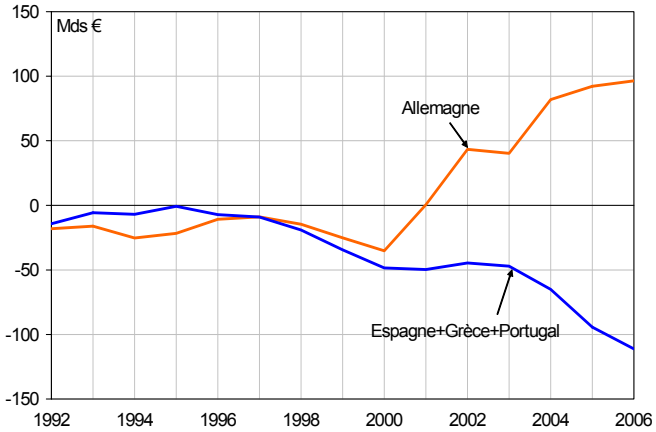
- La zone euro présente depuis plusieurs années un compte courant proche de l'équilibre malgré des évolutions divergentes des balances courantes des pays. L'Allemagne a vu son compte courant se redresser sur la période récente, tandis que parallèlement, se creusaient les déficits courants espagnols (8,3 points de PIB en 2006), portugais (9,8 points de PIB) et grecs (8,1 points de PIB).

- *A priori*, ces déséquilibres de balances courantes peuvent être liés en partie à l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers et à la disparition des primes de risque de change en union monétaire qui ont pu réduire certaines barrières aux flux de capitaux et permettre un plus ample recours au financement international.

- Cependant, le risque de sur-ajustement ne doit pas être sous-estimé. En cas de trajectoire non soutenable des déficits courants, les pays d'une zone monétaire ne peuvent plus compter sur une dévaluation du taux de change nominal, et doivent tabler sur d'autres types d'ajustements. Les ajustements de compétitivité sont plus coûteux lorsqu'ils nécessitent une baisse des salaires réels qui passe par une hausse du taux de chômage. Les ajustements financiers ne sont pas non plus à exclure, bien que la notion de «risque pays» soit moins pertinente en union monétaire.

- Enfin, les politiques économiques ont un rôle à jouer. La politique monétaire peut être attentive aux hétérogénéités macroéconomiques et jouer sur les pondérations des différents pays dans la conduite de sa politique. Les politiques budgétaires peuvent chercher à compenser les écarts de demande entre pays. Les politiques de croissance de la productivité et certaines politiques fiscales peuvent réduire les écarts de compétitivité.

Soldes courants dans la zone euro



Source : Datastream.

DGTPE
DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR ET DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

1. Les niveaux structurels des balances courantes sont plus dispersés dans une union monétaire qu'en changes flexibles

Le solde de la balance courante d'un pays correspond à sa capacité de financement. Il est défini comme la différence entre l'épargne et l'investissement agrégés. Une notion équivalente peut s'appliquer à un agent individuel ou à toutes sortes d'agrégats : régions, secteur institutionnels, ensembles de pays. On peut montrer que ce solde courant est égal au solde commercial auquel on ajoute le solde des revenus des facteurs employés à l'étranger.

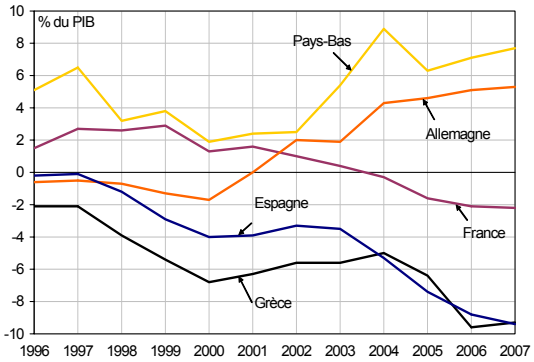
A moyen/long terme, il est normal d'observer des déséquilibres de balances courantes au sein d'un ensemble de pays hétérogènes. Les pays bénéficiant des plus forts taux de croissance - que celle-ci provienne de la productivité ou de la démographie - ou d'une plus grande préférence structurelle pour le présent, vont connaître des déficits courants à moyen terme[1] (cf. encadré 1).

Les écarts de croissance potentielle, tels qu'estimés par la Commission, semblent convenablement expliquer la dispersion des déséquilibres courants des quatre grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne). Cette analyse reste cependant peu convaincante pour la plupart des autres pays (cf graphiques 1 et 2).

Plusieurs arguments peuvent être avancés pour justifier l'existence de déséquilibres courants plus dispersés à moyen-long terme au sein d'une union monétaire :

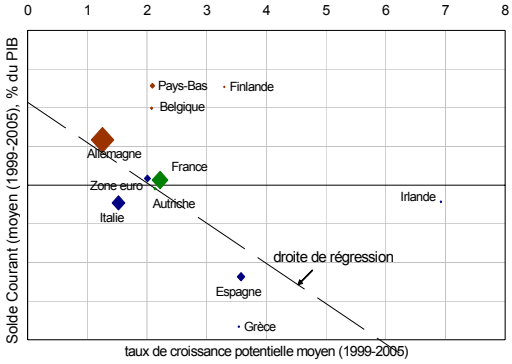
- **Une union monétaire réduit les frictions sur les flux de capitaux** et élimine le risque de change bilatéral. L'harmonisation des règles financières et des normes comptables qui réduit l'incertitude et améliore la transparence de l'information[2], joue aussi en faveur d'une baisse de la contrainte extérieure.
- **La hausse de la concurrence en zone monétaire peut contribuer au maintien de déséquilibres structurels**[3]. En accroissant la substituabilité entre les biens produits par les différents pays (via l'harmonisation des règlementations sur les marchés des biens, l'élargissement du secteur des biens échangeables, ou la spécialisation intra branche[4]), la hausse de la concurrence permet qu'une variation du taux de change réel engendre des mouvements de balance courante.
- **Enfin, en monnaie unique, les gouvernements abandonnent les politiques implicites de ciblage des balances courantes**.

Graphique 1 : évolution des ratios de balances courantes en zone euro



Source : FMI (WEO, 2006)

Graphique 2 : croissance potentielle et déséquilibres courants en zone euro



Source : FMI, Commission, calculs DGTPE.

(1) Les méthodes d'estimation des taux de change d'équilibre basées sur les balances courantes ne visent d'ailleurs pas l'équilibre courant mais une cible qui dépend de facteurs plus structurels.

(2) Blanchard, O. et F. Giavazzi (2002) : «Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?», *Brooking Papers in Economic Activity, 2, p147-186*.

(3) Obstfeld, M. et K. Rogoff(2000) : «The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?», *NBER Working paper 7777*, et Blanchard, O. et F. Giavazzi (2002).

(4) Fontagné, L., M. Freudenberg et G. Gaulier (2005) : «Disentangling horizontal trade and vertical industry trade», *CEPII Working paper 2005-10*.

Encadré 1 : **les déterminants des balances courantes d'équilibre dans un monde sans rigidités**

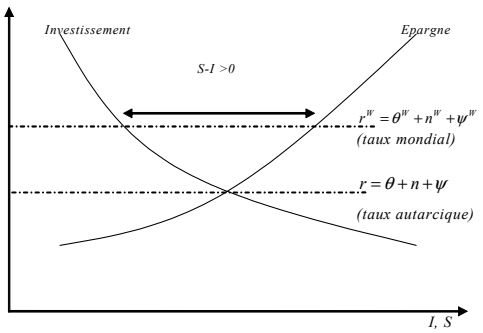
En économie fermée, l'équilibre (IS) entre l'épargne et l'investissement détermine le taux d'intérêt réel national. Ce taux d'intérêt autarcique r est selon la règle d'or égal à la préférence pour le présent ψ plus le taux de croissance potentielle[a], soit :

$$r = \psi + \theta + \alpha n + (1-\alpha)k$$

où θ est la croissance de la productivité globale des facteurs, n la croissance démographique, k la croissance du stock de capital et α la part du travail dans la valeur ajoutée[b].

En économie ouverte, les capitaux financiers circulent librement et égalisent les taux de rendements marginaux du capital entre pays. Il n'y a donc plus qu'un taux d'intérêt mondial qui résulte de l'équilibre épargne investissement mondial. Comme l'illustre le diagramme de Metzler, les écarts de taux d'intérêt autarciques provoquent des déséquilibres de balances courantes :

Graphique 3 : équilibre épargne - investissement



les régions dont les taux autarciques sont inférieurs au taux d'intérêt mondial présentent des excédents courants (l'épargne S est supérieure à l'investissement I).

a. Ce résultat peut se déduire en nouvelle théorie macroéconomique de l'équation d'Euler pour la consommation du programme d'un agent qui maximise sous contrainte budgétaire la consommation par tête d'un agent à durée de vie infini, ayant un facteur d'escompte psychologique égal à $1/(1-\psi)$, et une dotation en biens par tête qui croît au rythme du progrès technique.

b. A long terme, l'accumulation du capital endogène nette du renouvellement du capital déprécié se fait au rythme de la croissance de l'offre de travail (k tend vers n), si bien que k = n et donc $r = \psi + \theta + n$. Seul le taux de croissance de la productivité et de la démographie comptent à long terme.

2. En dynamique, les déséquilibres extérieurs peuvent refléter différents types de déséquilibres macroéconomiques

2.1 Les origines conjoncturelles des déséquilibres de balances courantes en zone monétaire

Les écarts de niveaux des balances courantes peuvent refléter des écarts de conjoncture économique. En effet, un pays en phase d'expansion cyclique aura tendance à présenter des déficits extérieurs du fait du dynamisme de sa demande intérieure et donc de ses importations. Les tensions inflationnistes apparaissant en période d'expansion conduisent en outre à des pertes de compétitivité qui pénalisent les exportations et favorisent les importations, ce qui amplifie encore le creusement d'un déficit extérieur.

En zone monétaire, les écarts de conjoncture pourraient avoir un rôle accru en raison d'une politique monétaire unique qui, parce qu'elle vise des objectifs moyens, est toujours trop expansionniste pour les économies en phase d'expansion relative et trop restrictive pour les économies en phase relativement moins dynamique.

De fait, le déplacement de l'équilibre épargne investissement intra zone euro et l'accroissement des déséquilibres ont correspondu avec une période de dix ans au cours de laquelle la politique monétaire était accommodante pour l'Espagne, le Portugal et la Grèce, et restrictive pour l'Allemagne.

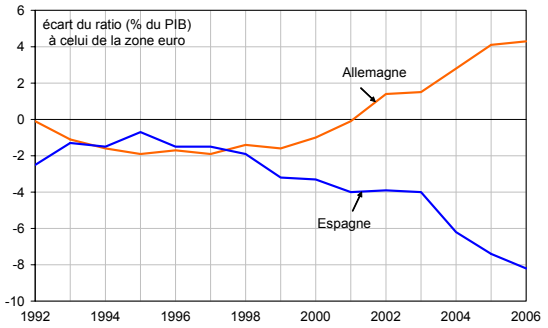
2.2 Le choc économique lié à l'adoption d'une monnaie commune

Une cause souvent avancée pour expliquer les écarts de conjoncture en zone euro est **le choc lié à l'adoption de la monnaie unique et aux politiques qui ont dû être menées par les États membres afin de satisfaire les critères d'admission.** Les études empiriques et théoriques avancent en effet que l'adoption d'une monnaie commune constitue un choc asymétrique durable :

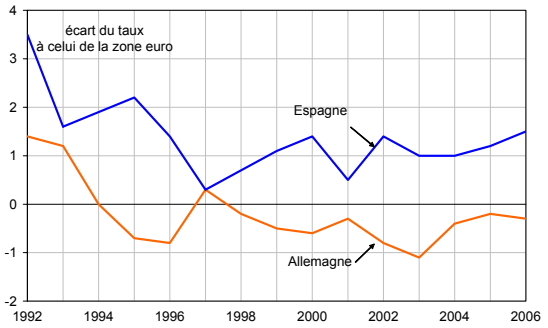
- **D'une part, la forte réduction des primes de financement externe qui en découle profite davantage aux pays les plus fragiles.** Les primes de financement externe sont en effet liées au contexte macroéconomique et institutionnel, et sont plus élevées dans les pays souffrant d'un manque de crédibilité dans la conduite de leur politique monétaire (forts taux d'inflation). Dans le cas de la zone euro, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, la Grèce et l'Italie[5] ont en particulier profité d'une forte baisse des taux nominaux lors de la seconde phase de l'UEM.

(5) Dans le cas de l'Italie, d'autres facteurs ont limité l'impact favorable de la baisse des primes de risque (consolidation fiscale pour satisfaire les critères de Maastricht, succession de mauvaises surprises en matière de gains de productivité, spécialisation productive renforçant l'exposition à la concurrence des émergents).

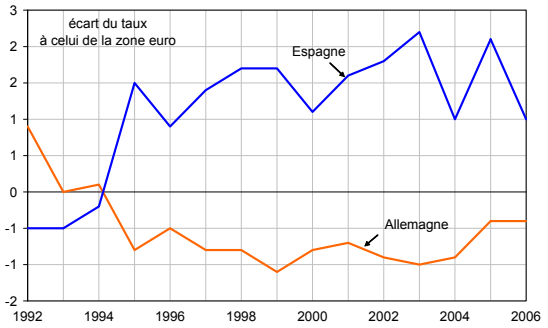
Graphique 4 : solde courant en Allemange et en Espagne



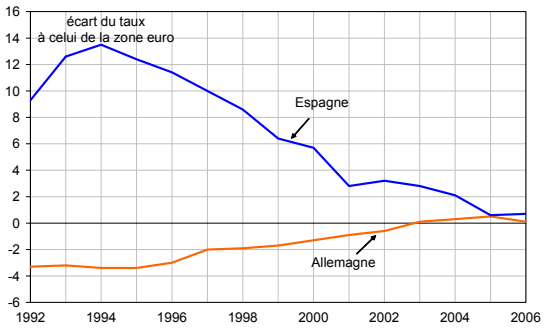
Graphique 6 : taux d'inflation en Allemagne et en Espagne



Graphique 5 : croissance en Allemange et en Espagne



Graphique 7 : taux de chômage en Allemange et en Espagne



Source : FMI (WEO sept. 2006).

Encadré 2 : **Analyse des balances courantes en union monétaire à l'aide d'un modèle structurel**

A l'aide d'un modèle structurel développé par la DGTPE[a] on peut analyser les conséquences en termes de déséquilibres macroéconomiques et de balances courantes de divergences de taux de croissance entre les économies.

- **L'apport des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques en économie ouverte**. Un apport important de cette famille de modèles structurels aux fondements théoriques bien étayés réside dans la possibilité d'unifier dans un même cadre théorique deux théories modernes majeures de la macroéconomie internationale, d'une part le modèle de Balassa-Samuelson, qui explique pourquoi les pays en rattrapage devraient connaître un taux d'inflation plus élevé, et d'autre part l'approche intertemporelle des balances courantes, selon laquelle les pays en rattrapage devraient enregistrer un déficit de leur balance courante.
- **Le modèle OMEGA3 de la DGTPE**. La DGTPE a développé un outil de modélisation en équilibre général avec anticipations rationnelles à prix rigides comprenant trois économies (Oméga3). Deux de ces économies forment une zone monétaire (change fixe), elle même en change flexible vis-à-vis du reste du monde. Chaque économie produit un bien non échangeable et un bien échangeable, imparfaitement substituables aux biens échangeables des autres économies. Il y a trois sources de demande dans l'économie : la consommation, l'investissement et les dépenses publiques.
- **Un exercice analytique : l'étude des conséquences macroéconomiques de divergences de productivité au sein d'une union monétaire**. Les principaux enseignements de cette variante d'Oméga3 sont les suivants : (i) les effets d'une hausse de la productivité sur les déséquilibres de balances courantes intra zone et sur les écarts d'inflation dépendent de la localisation des gains de productivité dans le secteur des échangeables ou dans le secteur des non échangeables. (ii) Les anticipations sont un canal puissant de transmission du choc aux économies : la demande intérieure d'un pays en rattrapage de productivité va s'accroître fortement via des effets «hausse du revenu permanent» (pour la consommation) et «hausse du rendement espéré du capital» (pour l'investissement). (iii) des anticipations de croissance relativement plus optimistes que pour le reste de la zone monétaire conduiront à la fois à un creusement du déficit de la balance courante et à une surchauffe, à cause des rigidités nominales et d'un ajustement du taux de change réel (sous son niveau d'équilibre) plus lent qu'en changes flexibles. (iv) La politique monétaire et le taux de change externe accentuent les divergences à court terme, mais des politiques budgétaires coordonnées peuvent jouer un rôle important pour réduire les écarts de position macroéconomique qui en résultent.
- **La taille du déficit courant espagnol pourrait-elle s'expliquer par un tel mécanisme** ? Dans l'exercice précédent avait été faite l'hypothèse que le différentiel de croissance provenait uniquement d'une hausse de la productivité. Dans le cas espagnol, l'écart de croissance positif provient en fait d'une hausse de l'offre de travail, sans que la productivité de celui-ci n'ait augmenté. Une hausse de l'offre de travail et une hausse de la productivité dans l'ensemble de l'économie ont des effets macroéconomiques similaires sauf en matière de salaire réel. Le déficit courant simulé dans le cas d'un choc de productivité «pur» apparaît alors comme un majorant du déficit courant théorique. Or, on parvient tout au plus à expliquer 1/3 de la dégradation de la balance courante espagnole à l'aide de ce modèle, accréditant l'idée d'une trajectoire non soutenable.

a. Voir Carton, Guyon (2007) : «Divergences de productivité en union monétaire : présentation du modèle Oméga3», *Document de travail de la DGTPE - n°2007 - 8*.

- **D'autre part, l'adhésion à une union monétaire devrait accélérer la convergence des économies**, grâce à une plus grande intégration économique et une concurrence accrue entre États stimulant les gains de productivité. Empiriquement, il est établi que la dispersion des revenus par tête au sein d'un groupe de pays (convergence en niveau) a tendance à diminuer entre pays partageant des liens économiques forts[6].

La conjugaison de ces deux chocs économiques tend à stimuler davantage la demande des pays en rattrapage (tels que l'Espagne, le Portugal et la Grèce) que celle des pays avancés (tels l'Allemagne ou les Pays-Bas). Les mécanismes sous-jacents ont été étudiés en détail à l'aide d'un modèle d'équilibre général dynamique développé à la DGTPE (cf. encadré 2).

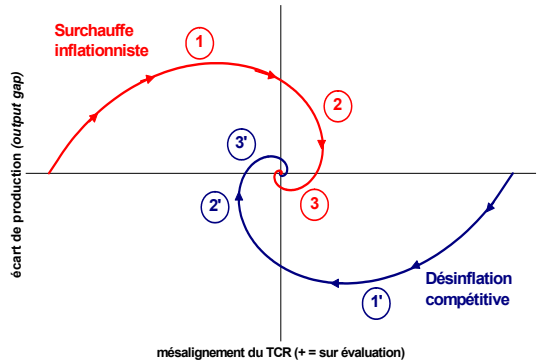
3. Les mécanismes de retour aux bons niveaux de déficits courants

Trois types de mécanismes d'ajustement de marché vers un retour à l'équilibre sont à l'œuvre : l'ajustement des prix, les déplacements de facteurs, l'ajustement financier. Tous n'ont pas la même conséquence en termes de bien être global.

3.1 L'ajustement des prix

Le rétablissement de la soutenabilité des pays en déficit courant excessif se réalise grâce à un ajustement de compétitivité : lorsque le taux de change réel devient sur-évalué, la demande agrégée adressée à un pays en surchauffe va baisser, ce qui, en présence de rigidités des prix et des salaires induit d'abord une hausse du chômage puis une décélération de l'inflation.

Graphique 8 : dynamiques non équilibrées et riques de sur ajustement



Le schéma du graphique 8 ci-dessus représente les dynamiques d'ajustement en zone monétaire dans un plan désalignement du taux de change réel (TCR) / écart de la production à son potentiel. Un pays avec un TCR sous-évalué (l'Espagne à l'entrée dans l'UEM) va connaître une longue période de surchauffe inflationniste (1) conduisant à une appréciation réelle et donc une détérioration du solde courant ; la situation de surchauffe peut se prolonger et entraîner le taux de change réel au-delà de son niveau d'équilibre (sur-ajustement) en raison de la persistance de l'inflation (2) ; cette sur évaluation nécessite en retour un ajustement de la production qui repasse sous son potentiel (3). Un TCR sur évalué (Allemagne jusqu'en 2006, Portugal depuis 2003) engendre une longue période de désinflation compétitive (1') ; le dynamisme des exportations peut conduire à une reprise de l'activité (2') et des prix (3').

Le risque de sur-ajustement est renforcé en union monétaire par la disparition de nombreuses sources de friction sur les marchés des biens et des capitaux et par l'absence de sanction par le change. Par conséquent, l'ajustement de compétitivité en est rendu plus coûteux.

3.2 L'ajustement financier

En monnaie unique, le rétablissement de la soutenabilité de certaines trajectoires de positions extérieures nettes peut théoriquement également emprunter un canal financier. En union monétaire, un mouvement de défiance des investisseurs ne se traduirait pas par une dévaluation brutale du taux de change comme en changes flexibles mais par une hausse des primes de risque.

Ce mécanisme d'ajustement financier serait théoriquement plus douloureux qu'une dévaluation du taux de change car il rétablirait la soutenabilité par le bas (baisse de la demande intérieure et non hausse de la demande extérieure) ; dans ce cas, les effets négatifs du canal de la compétitivité seraient renforcés, et la hausse du taux de chômage plus prononcée (là où une dépréciation du taux de change tend plutôt à stimuler l'emploi).

L'ajustement financier ne toucherait pas uniformément tous les agents d'un même pays en union monétaire, contrairement aux ajustements du change. Les ajustements du change ont la propriété de ne pas discriminer bons et mauvais risques financiers. En union monétaire, pour qu'un mécanisme analogue se produise, il faudrait que la hausse des primes de défaut touche indistinctement les bons et mauvais risques d'un pays très endetté au niveau agrégé. Or, le «risque pays» est une notion sans doute moins pertinente en union monétaire qu'en changes flexibles[7] :

- La monnaie mutualise les risques : par exemple, lorsque l'État risque de monétiser sa dette publique, l'ensemble des agents supporte une prime de risque d'inflation élevée. En monnaie unique, ce risque est diffusé à l'ensemble des agents de la zone.

(6) Barro, R. J. et X. Sala-i-Martin (1992) : «Convergence», *Journal of Political Economy, 100(2).*

(7) Catte, P., «Current accounts: are they still relevant for and within a monetary union?», *in ONB seminar «current account imbalances in east and west: do they matter?», 1997.*

Encadré 3 : **les déficits courants portugais selon Olivier Blanchard**[a]

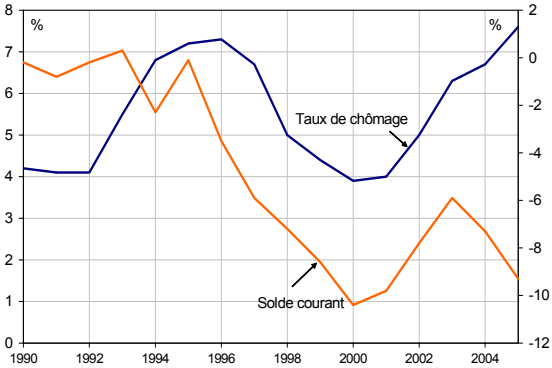
De 1995 à 2001, le Portugal connaît un creusement de ses déficits courants parallèle à une baisse de son taux de chômage. Depuis 2001, le chômage est reparti à la hausse mais les déficits courants sont restés élevés.

Olivier Blanchard explique que le «boom» initial est à relier à (l'anticipation de) l'adhésion à l'UEM. La baisse continue des taux réels (de 6% en 1992 à 0% en 2001), les anticipations de croissance liées à l'adhésion, des impulsions budgétaires accommodantes, et la hausse des salaires nominaux plus rapides que la productivité, se sont traduites par un creusement des déficits courants.

Depuis 2001, le Portugal a connu une série de mauvaises surprises : hausse décevante de la productivité de seulement 0,1% par an en moyenne ; déficits budgétaires en hausse ayant compensé l'amélioration de la capacité de financement du secteur privé,...

Sans l'Union Économique et Monétaire européeenne, le Portugal aurait été contraint de dévaluer son taux de change. Une expansion fiscale pour soutenir durablement la demande ne peut être envisagée compte tenu de la taille des déficits jumeaux. Les marges politiques sont donc réduites.

Graphique 9 : chômage et déficit courant au Portugal



Source :

O. Blanchard préconise les solutions suivantes : accroître la productivité, favoriser l'émigration, réduire les coûts salariaux unitaires via une hausse de la TVA compensée par un allègement de charges, ou trouver un mix entre baisse nominale des salaires (via des réformes structurelles) et une aide modérée de la politique fiscale.

a. Blanchard, O. (2006) : «Adjustment with the euro. The difficult case of Portugal», *MIT, Working paper 06-04*.

- Une zone monétaire implique un système financier intégré ce qui réduit l'asymétrie d'information financière entre créanciers étrangers et emprunteurs nationaux (standards de protection des créanciers, échanges d'information sur le surendettement).
- Le cadre institutionnel des unions monétaires devrait réduire les risques de monétisation de la dette et les risques de défaut d'un État membre. Les écarts de taux souverains devraient en être réduits, et les anticipations d'inflation de la zone monétaire ancrées à un niveau bas.
- Les crises d'insolvabilité devraient se diffuser davantage au sein de l'union et moins au sein d'un pays du fait de l'internationalisation des créanciers[8].

Ces arguments relativisent donc la pertinence d'un ajustement financier au niveau d'un pays, bien que le risque fiscal reste lui bien concentré géographiquement (une hausse de la dette publique se traduira *in fine* par une baisse future des dépenses ou une hausse future des impôts nationaux qui pèsent pour l'essentiel sur les agents résidents). **Finalement, l'ajustement pourrait porter sur ceux des agents de la zone les plus endettés.**

3.3 L'ajustement par les migrations

En complément des ajustements de compétitivité, les déplacements endogènes de la main d'œuvre peuvent aider à réduire les coûts pour les pays qui présentent de larges déséquilibres courants après une phase de surchauffe.

En effet, l'ajustement de compétitivité conduirait à court terme à une hausse du taux de chômage dans le pays en déficit courant. L'émigration d'une partie de la population serait alors endogène : les chômeurs seraient plus fortement incités à migrer vers les pays plus avancés compte tenu des écarts de taux de croissance et de revenus. De fait, la baisse nécessaire de la demande intérieure se ferait davantage par l'émigration que par la baisse des salaires : cette voie d'ajustement est plus adaptée au cas de pays en rattrapage qui ne parviendraient pas à réaliser les gains de productivité en principe favorisés par l'UEM. Malgré la contribution possible de l'émigration à la position extérieure nette et au solde courant (possible émigration des bilans patrimoniaux des agents et envoi de fonds des migrants), le besoin d'ajustement des prix ne serait pas pour autant suffisamment réduit pour éviter *in fine* une baisse des coûts salariaux.

(8) Mongelli, F.P. et J.L. Vega (2006) :«What effects is EMU having on the euro area and its member countries? An overview», *ECB Working paper 599, 2006*.

Une étude récente[9] montre à l'aide d'un modèle VAR structurel que les chocs asymétriques aux États-Unis sur l'emploi et la croissance sont absorbés aux 2/3 par les migrations internes de la main d'œuvre dès la première année, alors que ce ratio serait inférieur à 1/3 entre États de la zone euro. Toutefois, ces estimations sont sans doute surestimées puisqu'elles ne distinguent pas les migrations interrégionales qui sont dues aux chocs asymétriques et celles qui répondent seulement aux écarts structurels[10].

4. Pour éviter un ajustement trop coûteux il peut être souhaitable, lorsque le déficit courant devient trop élevé, d'utiliser certains leviers de la politique économique plutôt que de laisser l'ajustement se faire spontanément

4.1 Les politiques de croissance et les réformes structurelles

L'existence de rigidités structurelles (rigidités des prix et salaires) peut freiner l'activité économique des pays enregistrant de larges déficits courants et qui, en changes flexibles, verraient leurs monnaies se dévaluer. La nécessaire dépréciation relative réelle vis-à-vis des autres pays de l'union conduit à des anticipations de baisse des prix et donc une hausse des taux réels.

Les réformes structurelles (pour flexibiliser les prix à la baisse) peuvent conduire à une plus forte hausse des taux réels *ex ante* puisqu'elles permettent aux prix de s'ajuster plus vite. En plus des politiques migratoires et budgétaires, des politiques compensatoires sont alors envisageables pour réduire les coûts de court terme de l'ajustement. Une politique redistributive (sans hausse des dépenses publiques) pourrait permettre d'accompagner efficacement des réformes structurelles très rapides (baisse des salaires nominaux par exemple). En effet, si la baisse des prix est suffisamment rapide, la déflation anticipée sera faible, la hausse des taux réels sera donc faible également et la demande extérieure reprendra rapidement le relais de la baisse de la demande domestique.

Des réformes structurelles rapides et efficaces pourraient donc avoir un effet expansionniste, et les effets distributifs de ces réformes pourraient être compensés par les politiques de transfert adéquats.

4.2 Le rôle des politiques macroéconomiques

4.2.1 La politique monétaire a un rôle limité

Les déséquilibres financiers internes, en particulier lorsqu'ils concernent des pays de grande taille, sont de nature à menacer la stabilité macroéconomique et financière de l'ensemble de la zone, si bien que les banquiers centraux en tiennent nécessairement compte. Dès lors que les pays en forts déficits extérieurs menacent davantage la stabilité économique et financière que les pays ayant des larges excédents[11], les autorités monétaires peuvent être tentées d'adopter un biais préventif haussier pour éviter la constitution de positions non soutenables, notamment lorsque la politique budgétaire est insuffisamment restrictive. A l'inverse, lorsque l'ajustement a commencé (spontanément ou *via* une politique nationale adaptée) la politique monétaire peut éventuellement être assouplie pour aider cet ajustement.

4.2.2 Faut-il avoir recours à des politiques budgétaires plus actives ?

Selon O. Blanchard[12], la politique budgétaire est certes adaptée en union monétaire lorsqu'une économie souffre d'une insuffisance ou d'un excès de demande intérieure : la perte de l'instrument monétaire domestique plaide en faveur d'un recours plus affirmé à l'autre pilier des politiques macroéconomiques afin de compenser les effets de chocs asymétriques. En revanche, c'est plus discutable lorsque le problème est celui de l'insuffisance (ou de l'excès) de demande externe. En effet, à la différence de la politique monétaire individuelle qui affecte aussi bien la demande intérieure (via les taux d'intérêts) que la demande extérieure (via le taux de change), la politique budgétaire joue peu sur la demande extérieure via les prix.

Une autre école considère également que les déséquilibres courants ne sont que le reflet d'une allocation optimale de l'épargne, et ne sont pas dangereux.

Cependant, en présence de distorsions de marché et de comportements de marché pas toujours rationnels, une intervention de la politique budgétaire peut favoriser un retour à des trajectoires soutenables : une politique restrictive serait adaptée à des déficits courants de grande taille, liés à une surchauffe ; une politique expansionniste

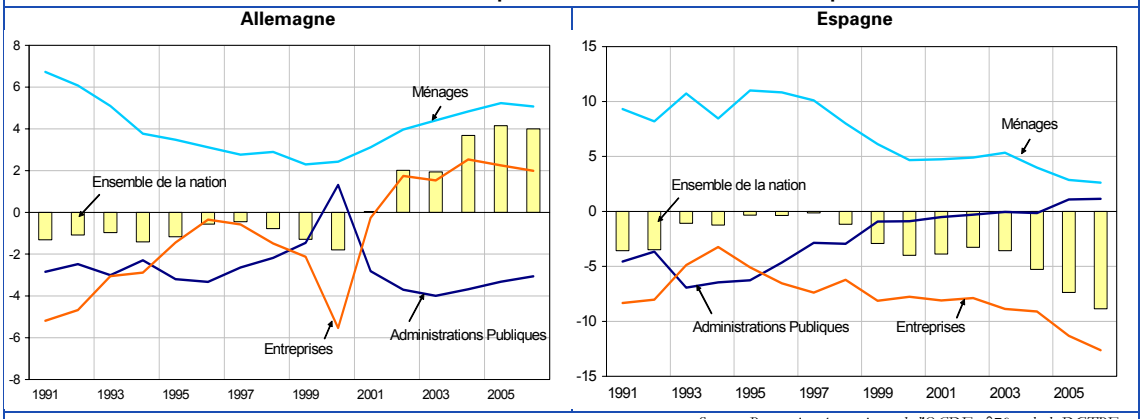
(9) L'Angevin C (2007) : «Dynamiques d'ajustement et mobilité du travail en zone euro», *Trésor éco n°14, avril 2007*.
(10) Buiter W.H., «Macroeconomic Policy during a Transition to Monetary Union», *CEPR Discussion Paper 1222, 1995*.
(11) Cela est vrai au sein d'une union monétaire ouverte, mais ne le serait pas dans une zone fermée, car un excédent au sein de la zone serait toujours la contrepartie d'un déficit au sein de la zone. Ainsi, au niveau mondial, les déséquilibres de balances courantes sont autant le problème des pays en déficits que des pays en excédents.
(12) Blanchard O. (2007) : «Current account deficit in rich countries», *NBER Working Paper 12925*.

pourrait aider à faire redémarrer une économie en désinflation malgré ses excédents commerciaux et courants.

En pratique, les économistes se heurtent au problème de la caractérisation factuelle de politiques budgétaires accommodante et restrictive, notamment lorsque les économies en jeu connaissent de longues phases d'excès de demande ou de défaut de demande, car il est alors plus difficile de mesurer un taux de croissance potentielle. Le jeu des stabilisateurs automatiques (amélioration conjoncturelle des finances publiques en période de vaches grasses) peut en effet masquer des politiques discrétionnaires procycliques, ou insuffisamment contra cycliques.

Thibault GUYON

Graphique 10 : politiques budgétaires en Espagne et en Allemagne : stabilisateurs automatiques ou politiques adaptées ?
Capacité (+) / Besoin (-) de financement par secteur institutionnel (% PIB)



Source : Perspectives économiques de l'OCDE n°79, calculs DGTPE.

Méthode : la capacité de financement des ménages est calculée comme la différence de l'épargne des ménages et de l'investissement privé en logements rapportés au PIB. La capacité de financement des entreprises est déduite comme la différence du solde courant de l'État et des capacités de financement des deux autres secteurs institutionnels.

Éditeur :

Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi

Direction Générale du Trésor et de la Politique économique

139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

Rédacteur en chef :

Philippe Gudin de Vallerin

(01 44 87 18 51)

tresor-eco@dgtpe.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos

ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Septembre 2007

n°19 . Les instruments économiques au service des politiques environnementales
Christophe Wendling

n°18 . La coordination internationale des politiques macroéconomiques
Benjamin Carton, Fabrice Montagné

Juillet 2007

n°17 . La France s'est-elle adaptée aux tendances récentes du commerce mondial ?
Nicole Madariaga

n°16 . Les variables financières permettent-elles de mieux connaître l'état de l'économie en temps réel ?
Othman Bouabdallah, Stélios Tselika

Juin 2007

n°15 . Les taux d'intérêt aident-ils à prévoir les taux de changes ?
Sébastien Hissler

Avril 2007

n°14 . Dynamiques d'ajustement et mobilité du travail en zone euro
Clotilde L'Angevin

n°13 . Impact de Bâle II sur l'offre de crédit aux PME
Maud Aubier