

VII / Les déséquilibres des balances courantes dans la zone euro : comment les résorber ?

Sébastien Villemot

Les déséquilibres des balances courantes sont à la racine de la crise de la zone euro qui a éclaté en 2009. Ils sont perçus par certains comme une menace structurelle pour la survie de l'Union monétaire. De quoi s'agit-il exactement ? Quels mécanismes expliquent ces déséquilibres ? Quelle stratégie pourrait permettre de les résorber ?

La balance courante d'un pays est la somme de la balance commerciale (le solde entre exportations et importations, de marchandises comme de services) et de la balance des revenus et transferts (les salaires, intérêts, dividendes ou dons perçus par les résidents en provenance de l'étranger, auxquels on retranche ceux versés par les unités résidentes vers l'étranger). Elle mesure la capacité d'un pays à financer ses activités économiques : si la balance courante est déficitaire, le pays a besoin d'importer des capitaux et accumule donc des dettes vis-à-vis de l'étranger ; à l'inverse, si elle est créditrice, le pays exporte des capitaux et devient créancier du reste du monde.

En régime de changes flexibles, l'ajustement de la parité monétaire fournit un mécanisme correcteur des déséquilibres devenus insoutenables. Ainsi, si le déficit courant devient excessif au point que les capitaux étrangers cessent de le financer, la monnaie se déprécie ; cette dépréciation va en retour stimuler les exportations et décourager les importations, ce qui conduit à une amélioration de la balance courante.

Dans une union monétaire comme la zone euro, ce mécanisme d'ajustement n'existe plus, par définition. Tout l'enjeu est

donc de mettre en place d'autres mécanismes, faute de quoi la cohésion de l'Union monétaire risque de se voir menacée : c'est précisément le point auquel nous sommes aujourd'hui arrivés.

La dynamique des comptes courants en zone euro

Le graphique 1 donne l'évolution des comptes courants des pays de la zone euro. On y distingue clairement deux périodes. La première, qui s'étend de 2001 à 2008, est celle du creusement des déséquilibres entre pays dits du Nord et ceux dits du Sud. L'Allemagne, qui était initialement en situation de léger déficit, construit progressivement un excédent très important ; un mouvement similaire s'observe aux Pays-Bas et en Autriche. À l'inverse, Italie, Espagne, Grèce et Portugal voient leurs déficits se creuser très significativement. La France, qui était en 2001 en situation d'excédent, voit durant cette période sa position extérieure se dégrader et se range donc du côté des pays du Sud selon ce critère.

À partir de 2009, les déficits se résorbent, pour quasiment disparaître en 2015, tandis les excédents tendent à augmenter. Le processus de divergence des comptes courants a donc subi un net coup d'arrêt, sans pour autant que s'amorce une réelle reconvergence : l'écart reste très significatif entre pays du Nord et du Sud. La rupture se situe plutôt dans le rapport de la zone euro au reste du monde : alors que la zone dans son ensemble avait un compte courant proche de l'équilibre entre 2001 et 2008, un excédent significatif se forme à partir de 2010, pour atteindre 3,1 % du PIB en 2015.

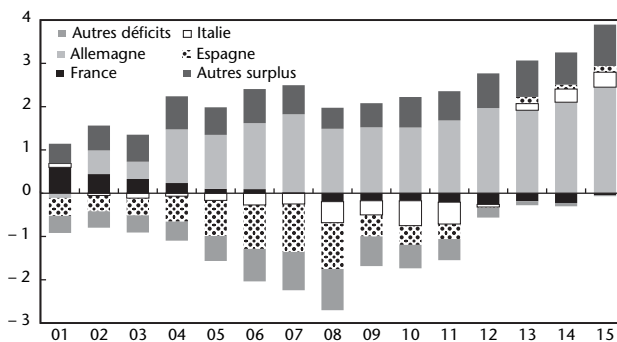
On peut donc dire que, du point de vue des balances courantes, la période 2001-2008 est celle d'un creusement important des déséquilibres internes à la zone, parallèlement au maintien de l'équilibre externe. À l'inverse, la période 2009-2015 correspond à une stabilisation — voire une légère diminution — des déséquilibres internes, et simultanément à la formation d'un important déséquilibre externe.

Le rôle des balances courantes dans la crise de la zone euro

Dans quelle mesure la crise de la zone euro est-elle la conséquence des déficits extérieurs des pays du Sud ?

Graphique 1. Comptes courants dans la zone euro

En % du PIB de la zone euro



Source : FMI.

Rappelons qu'un compte courant en déficit n'est pas nécessairement le symptôme d'un déséquilibre. Dans le cas d'un pays avec un fort potentiel de croissance, qui se trouve dans une dynamique de rattrapage par rapport à des pays plus avancés, il peut s'agir d'une logique vertueuse, les financements extérieurs accélérant le développement du pays. La croissance future doit permettre de rembourser les passifs contractés aujourd'hui, et le déséquilibre n'est donc que transitoire. C'est précisément ce type de raisonnement qui était dominant avant la crise financière pour justifier les déficits courants des pays du sud de l'Europe [Blanchard et Giavazzi, 2002].

Mais, en réalité, le processus à l'œuvre en zone euro ne correspondait pas à ce scénario optimiste et relevait au contraire d'une dynamique insoutenable de divergence. Les capitaux entrants dans les pays du Sud ne se sont pas orientés vers des secteurs à forts gains de productivité, mais ont plutôt alimenté des bulles immobilières et financé des secteurs peu innovants ainsi que du crédit à la consommation. Dès lors, le déficit courant n'était pas soutenable, et un ajustement devenait inévitable. La crise financière mondiale de 2007-2008 en a été l'élément déclencheur.

Pour faire face à ce phénomène d'« arrêt brutal » des flux financiers entrants, il n'était plus possible d'utiliser l'arme de la

dévaluation, tandis que le défaut n'était considéré que comme une solution de dernière extrémité (il a finalement eu lieu sur une partie de la dette grecque). D'autres mécanismes d'ajustement ont donc été utilisés, reposant principalement sur des politiques d'austérité budgétaire et de déflation salariale.

Si les pays en déficit extérieur ont focalisé l'attention, il ne faut pas perdre de vue que d'autres pays, l'Allemagne en tête, affichent un excédent courant très important. Les déficits sont certes plus inquiétants, car ils peuvent déclencher des crises de financement. Mais les excédents des uns étant nécessairement les déficits des autres, les pays du nord de l'Europe ne peuvent pas se considérer étrangers aux maux qui sévissent dans le Sud. Et même s'il est vrai qu'une part importante de l'excédent allemand se réalise vis-à-vis de pays extérieurs à la zone euro, cela n'est pas non plus sans conséquence : il s'ensuit une pression à la hausse sur l'euro qui, une fois matérialisée, dégradera encore plus la compétitivité des pays du Sud.

La divergence nominale et le rôle des salaires

Le débat sur les causes des déséquilibres de comptes courants s'est largement focalisé sur la question des salaires. Le récit dominant impute les déficits du Sud à des progressions salariales trop importantes, qui auraient dégradé la compétitivité de ces pays et donc creusé leur déficit commercial. Les politiques d'austérité auraient mis une fin salutaire à ces errements.

Même si cette explication comporte une part de vérité, elle est cependant bien trop réductrice.

Tout d'abord, la compétitivité, définie comme la capacité d'une entreprise ou d'un pays à être plus performant que ses concurrents dans la bataille pour les parts de marché, n'est pas le seul facteur qui explique les balances courantes. L'autre déterminant fondamental est la demande intérieure. Un pays qui se trouve en situation conjoncturelle dégradée (avec un écart de production négatif) importe moins et a donc une balance courante artificiellement améliorée. La situation conjoncturelle des partenaires commerciaux importe également, puisque, si ceux-ci ont un écart de production positif, ils vont dynamiser les exportations domestiques.

Il n'en demeure pas moins que la compétitivité reste un déterminant important de la dynamique des surplus et des déficits courants. Mais elle-même ne se réduit pas aux salaires. On distingue généralement deux dimensions de la compétitivité : la compétitivité-prix, c'est-à-dire le prix relatif des exportations domestiques par rapport au prix de celles des concurrents, et la compétitivité hors prix, qui regroupe les facteurs plus difficilement quantifiables tels que le positionnement de gamme ou les effets de marque et de réputation. Pour finir, la compétitivité-prix elle-même ne se réduit pas aux salaires, car elle dépend également de la productivité et des marges. Les salaires ne sont donc clairement pas le seul facteur qui importe, même s'ils jouent un rôle majeur.

Peut-on ensuite affirmer que les pays du Sud ont vu des hausses de salaires inconsidérées ? Pour le déterminer, il faut s'intéresser aux coûts salariaux unitaires (CSU).

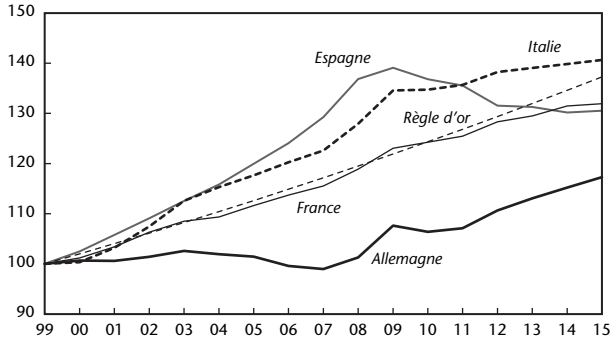
Si l'on observe les CSU *réels*, c'est-à-dire l'évolution des salaires réels rapportés aux gains de productivité, on constate que ceux-ci sont restés stables dans le Nord, tandis qu'ils ont diminué dans le sud de l'Europe. Autrement dit, le pouvoir d'achat des salariés a augmenté moins vite que la productivité dans le Sud, ce qui signifie que le partage de la valeur ajoutée y a évolué au détriment des salariés (et donc au bénéfice des profits). On peut difficilement parler d'augmentations salariales inconsidérées.

En revanche, le panorama est différent lorsqu'on observe les CSU *nominaux*, c'est-à-dire l'évolution des salaires nominaux rapportés aux gains de productivité (voir graphique 2). Depuis les débuts de l'Union monétaire en 1999 jusqu'en 2009, la divergence a été forte entre d'un côté l'Allemagne qui s'est imposé une franche modération salariale, et de l'autre l'Espagne et l'Italie dont les salaires nominaux ont été dynamiques. La France, comme souvent, se trouve dans une situation intermédiaire. Cette divergence est de nature nominale car, comme nous l'avons vu, les salaires réels n'ont pas divergé. Autrement dit, il s'agit d'un pur différentiel d'inflation.

Le graphique 2 comporte également une droite matérialisant la « règle d'or » en matière salariale au sein d'une union monétaire : elle correspond à des CSU nominaux qui augmentent de 2 % par an, c'est-à-dire au rythme de la cible de la Banque centrale européenne (BCE). Dans la mesure où les CSU nominaux

Graphique 2. Coûts salariaux unitaires nominaux

Indice, base 100 en 1999



Source : Commission européenne.

déterminent fortement l'inflation, le suivi de cette règle permettrait d'une part de garantir que la cible de la BCE est atteinte, et d'autre part que la compétitivité-prix relative des pays n'est pas altérée. Il est intéressant de noter que la France a presque parfaitement suivi cette règle, au moins jusqu'en 2012. En revanche, tant l'Allemagne que les pays du Sud l'ont violée avant la crise, mais dans des directions opposées¹.

À partir de 2009, on observe un processus d'ajustement, inégal selon les pays. L'Italie modère ses salaires et comble une partie de sa déviation par rapport à la trajectoire des 2 % annuels. L'Espagne s'impose un ajustement beaucoup plus violent, avec l'entrée dans une dynamique salariale déflationniste. L'Allemagne fait en revanche peu d'efforts : loin de combler l'écart qu'elle a creusé durant les années 2000-2007, elle a même continué à l'aggraver légèrement dans les dernières années.

Dans quelle mesure la divergence des salaires nominaux explique-t-elle celle des balances courantes ? C'est en dernière analyse une question empirique, qui ne peut se trancher que par

1 Voir Chagny et Husson [2014] pour une analyse plus détaillée des différents régimes salariaux en Europe.

des travaux économétriques. Ragot et Le Moigne [2015] estiment ainsi que près de la moitié de l'écart de performances commerciales entre la France et l'Allemagne sur la période 1993-2012 s'explique par la divergence salariale, le reste pouvant être principalement attribué à des facteurs de compétitivité hors prix. En tout état de cause, même si les salaires n'expliquent pas tout, ils constituent un déterminant important de la balance courante et ont contribué à la divergence jusqu'à la crise, puis à la timide reconvergence ensuite.

Quelle est l'ampleur des désajustements restants ?

À la lecture du graphique 1, on serait tenté de conclure que le problème des déséquilibres des balances courantes est dorénavant réglé : en 2015, tous les pays de la zone soit étaient en excédent courant, soit avaient réduit leur déficit courant à une valeur quasiment négligeable.

La réalité est cependant bien plus nuancée et les déséquilibres restent très importants.

En effet, une part significative de l'amélioration des soldes courants des pays du sud de l'Europe provient non pas d'une amélioration de leurs performances à l'exportation, mais plutôt d'une diminution de leurs importations. Ceci est la conséquence de la compression de la demande intérieure, à la suite de la crise des dettes souveraines et des politiques d'austérité. Lorsque ces pays auront retrouvé une situation conjoncturelle plus favorable, leurs importations redémarreront, creusant à nouveau la balance commerciale. Sauf à considérer que la crise est le lot perpétuel de ces pays, on ne peut donc pas affirmer que la résorption actuelle de leur déficit commercial corresponde à un ajustement pérenne.

En outre, la zone euro dans son ensemble est en situation de déséquilibre extérieur. Son solde courant agrégé en 2015 était excédentaire à hauteur de 365 milliards de dollars, soit plus que l'excédent de la Chine ! Dans un système de changes flottants — la parité de l'euro vis-à-vis des autres monnaies étant fixée par le marché —, il est illusoire d'espérer soutenir un tel excédent sur le long terme. Même si pour le moment le différentiel de politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique permet de maintenir *statu quo*, l'inévitable normalisation de la

politique de la BCE entraînera une appréciation de l'euro. Or, si la hiérarchie des balances courantes au sein de la zone se maintient à son niveau actuel, cela nous ramènera à une situation très proche de celle de 2008, avec des déficits au Sud et des excédents au Nord...

Pour procéder à un diagnostic de l'état des désajustements nominaux au sein de la zone euro, nous avons appliqué la méthodologie dite des « taux de change d'équilibre fondamentaux ». Il s'agit de calculer l'ajustement du niveau général des prix au sein de chaque économie de la zone qui serait compatible avec un équilibre interne (c'est-à-dire la pleine utilisation des facteurs de production, travail comme capital) et un équilibre externe (c'est-à-dire un déficit courant suffisamment faible pour limiter l'endettement extérieur — ou inversement un excédent n'entraînant pas l'accumulation excessive de créances vis-à-vis de l'étranger)². Le tableau 1 indique les ajustements nominaux qui restaient selon nous nécessaires en 2015, calculés par rapport à l'Allemagne (utilisée comme point de référence arbitraire)³.

Tableau 1. Ajustements nominaux nécessaires en 2015 (par rapport à l'Allemagne)

En %	
Allemagne	0
Autriche	- 7
Belgique	- 24
Espagne	- 19
France	- 18
Grèce	- 31
Italie	- 16
Pays-Bas	- 5
Portugal	- 22

Source : calculs OFCE.

Plusieurs groupes de pays émergent. L'Autriche et les Pays-Bas sont presque sur un pied d'égalité avec l'Allemagne. À l'opposé, la Grèce doit effectuer une dépréciation de plus de 30 % par

² Voir iAGS [2014] pour une description plus précise de la méthodologie.

³ Les ajustements rapportés étant calculés relativement à un pays de référence (ici l'Allemagne), ils rendent compte des déséquilibres internes à la zone euro, mais pas de l'ajustement nécessaire par rapport au reste du monde. L'euro étant clairement sous-évalué aujourd'hui, une appréciation réelle de celui-ci est donc par ailleurs nécessaire.

rapport à l'Allemagne, en dépit des sacrifices déjà consentis : même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, son écart de production est très creusé, et l'amélioration est donc largement conjoncturelle. Entre ces deux extrêmes se trouve un groupe de pays qui doit procéder à une dépréciation d'environ 15 % à 20 % par rapport à l'Allemagne, et qui inclut la France, l'Espagne, le Portugal et l'Italie.

Le niveau des désajustements identifiés peut paraître très important. Il faut toutefois garder en tête que nos calculs reposent sur l'hypothèse que l'ajustement de la compétitivité passe uniquement par des facteurs prix, et que la compétitivité hors prix reste inchangée ; les ajustements nominaux à effectuer seront inférieurs si les pays du Sud parviennent à améliorer leur compétitivité hors prix, ce qui pose toutefois des difficultés spécifiques.

Concevoir une stratégie coopérative de convergence

La stratégie suivie jusqu'à présent pour résorber les déséquilibres n'a donc pas véritablement porté ses fruits. Elle a essentiellement consisté à faire baisser les coûts salariaux dans les pays du sud de l'Europe, par le biais de plusieurs politiques : baisse du salaire minimum et du traitement des fonctionnaires, coupes dans les régimes de protection sociale, facilitation des licenciements, décentralisation des négociations salariales... Mais cette stratégie a échoué pour deux raisons.

D'une part, même si les coûts salariaux expliquent effectivement une partie de la divergence, nous avons vu qu'ils ne sont pas les seuls déterminants de la compétitivité. L'augmentation des marges, particulièrement visible en Grèce, a largement neutralisé les baisses de salaires, si bien que les prix à l'exportation ont peu évolué. Et, pour l'instant, rien ne montre que le rétablissement des marges entretienne la dynamique de l'investissement.

D'autre part, l'austérité salariale a eu des effets collatéraux pires que le mal qu'elle était censée soigner. L'effondrement de la demande interne qui s'en est suivi a plongé les pays du Sud dans une crise dont ils ne se sont pas encore remis. En outre, l'ajustement généralisé à la baisse des salaires a entraîné la zone euro dans une spirale déflationniste lourde de dangers. Le caractère asymétrique de la surveillance macroéconomique est ici en

cause : en pratique, seuls les pays déficitaires sont contraints de s'ajuster, mais pas les pays excédentaires, ce qui crée un biais déflationniste.

Pour éviter une nouvelle crise qui pourrait menacer l'existence même de l'euro, il est donc nécessaire de mettre en œuvre une stratégie de convergence différente, qui serait de nature coopérative et reposerait sur deux piliers : la convergence nominale et la convergence réelle.

Pour assurer la convergence nominale, c'est-à-dire harmoniser les taux d'inflation et éviter des divergences de compétitivité-prix, l'instrument le plus efficace serait une politique salariale coordonnée. Celle-ci reposerait sur la « règle d'or » déjà exposée plus haut. Dans le court terme, il faudrait toutefois amender cette règle afin de corriger les déséquilibres nominaux identifiés dans le tableau 1. Dans cette perspective, les salaires des pays du Nord augmenteraient plus vite que la règle pendant une certaine période, et ceux du Sud moins vite. Dans la mesure où les marges sont à des niveaux historiquement élevés dans les pays du Sud, l'ajustement pourrait aussi y inclure une diminution des profits, ce qui permettrait d'y maintenir une dynamique salariale plus soutenue.

Mettre en œuvre cette politique implique de modifier les outils de surveillance macroéconomique. La procédure pour les déséquilibres macroéconomiques (*Macroeconomic Imbalance Procedure*) doit être rendue symétrique, en pénalisant également les pays aux salaires trop peu dynamiques. Mais, au-delà, de nouveaux outils de coordination doivent être mis en place : généralisation du salaire minimum, mise en place de règles institutionnelles d'indexation salariale, recentralisation et coordination des négociations salariales, extension des conventions collectives...

Toutefois, même si la convergence nominale est une condition nécessaire pour la cohérence de l'Union monétaire, elle ne saurait être suffisante. Elle doit s'accompagner d'une convergence des capacités productives et des niveaux de vie. Cet enjeu dépasse d'ailleurs la seule question des déséquilibres courants, puisqu'il touche à la conception même que nous nous faisons de l'Europe.

Une politique d'investissements massifs doit ainsi être mise en œuvre dans les pays du Sud, orientée vers les secteurs à fort potentiel en gains de productivité, afin de regagner en compétitivité hors prix. Compte tenu de l'état dégradé de la conjoncture et des finances publiques, une partie de ces investissements

doivent être financés par des transferts en provenance du Nord. Le plan Juncker aurait pu être le vecteur de cette politique, mais il est nettement sous-dimensionné et n'est pas ciblé sur les pays et les secteurs où les besoins sont les plus importants. En outre, dans le cas spécifique de la Grèce, une remise partielle de la dette — notoirement insoutenable — est nécessaire pour permettre un nouveau départ.

L'obstacle aux changements proposés ici est principalement de nature politique, et ce sont les pays créanciers du Nord qui disposent du rapport de force permettant ou non de les mettre en œuvre. Ces pays peuvent avoir aujourd'hui le sentiment que leur position favorable les dispense d'accepter une réorientation de la zone euro. Ce serait cependant un calcul à courte vue : les déséquilibres internes à la zone euro menacent son existence même, en particulier en cas de nouveau choc financier. Et si l'éclatement de la zone serait douloureux pour les pays du Sud, les pays du Nord auraient également beaucoup à y perdre, notamment sur les créances qu'ils ont accumulées vis-à-vis de leurs partenaires. Gageons qu'une prise de conscience des défis communs comme des intérêts nationaux bien compris permettra un sursaut salvateur.

Repères bibliographiques

BLANCHARD O. et GIAVAZZI F., « Current account deficits in the Euro area : the end of the Feldstein-Horioka puzzle ? », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 33, n° 2, 2002.

CHAGNY O. et HUSSON M., « Quel régime salarial optimal pour la zone euro ? », *La Revue de l'Ires*, n° 81, 2014.

iAGS, *The Independent Annual Growth Survey 2015. A Diverging Europe on the Edge*, 2014.

RAGOT X. et LE MOIGNE M., « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, n° 142, 2015.