



III / Déséquilibres des balances courantes en zone euro : où en est-on ?

*Sophie Piton**

Les déséquilibres courants des pays de la zone euro se sont accentués à la suite de l'intégration monétaire : certains pays dits « périphériques » ont creusé leurs déficits (Portugal, Grèce, Espagne, Irlande, Italie), tandis que d'autres accumulaient des excédents (Allemagne, Pays-Bas, Finlande). Jusqu'en 2008, ces déséquilibres étaient interprétés comme la manifestation d'un processus de rattrapage des pays les plus pauvres de la zone, et ne faisaient pas l'objet d'inquiétude. Les déficits étaient financés par des capitaux privés provenant des pays les plus riches de la zone. Mais, après la crise financière de 2008-2009, les pays déficitaires ont fait face à un arrêt soudain de ces financements. La substitution des créanciers publics aux créanciers privés et le système Target ont permis d'éviter des crises de paiement. Néanmoins, la réduction des déséquilibres, considérés désormais comme mettant en cause la viabilité de la zone, est devenue un objectif prioritaire et les pays périphériques ont été contraints à un ajustement brutal à partir de 2010.

Quelles étaient les causes de la montée des déséquilibres et que penser du rééquilibrage en cours ? Nous tentons ici de faire le point sur ces deux questions à partir de l'observation des évolutions des secteurs exposés et abrités.

* Sophie Piton est économiste au CEPII.

Intégration monétaire et déséquilibres courants

Du début de 1999 à la crise de 2008, les déséquilibres courants des pays de la zone euro se sont beaucoup accentués (graphique 1). Les pays périphériques ont accumulé de lourds déficits à la fois vis-à-vis de la zone euro et du reste du monde : le déficit grec a augmenté de 11 points de PIB sur la période, celui du Portugal de 4 points. À ces déficits a correspondu une augmentation des excédents de plusieurs pays de la zone. L'Allemagne, à l'équilibre en 2001, a vu son excédent courant atteindre près de 6 points de PIB en 2008.

Convergence et déficits : les enchaînements vertueux

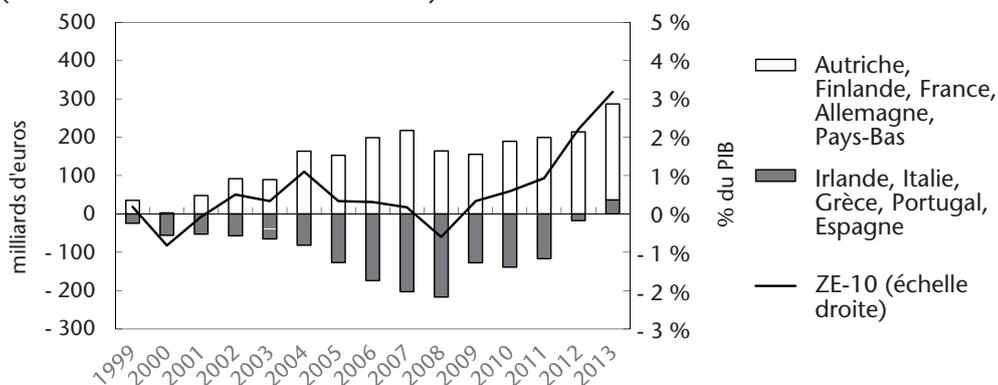
Ces déséquilibres ont longtemps été interprétés comme la manifestation d'un processus de convergence des revenus par tête des pays les plus pauvres de la zone vers les plus riches.

Le processus de convergence suppose que, dans les pays en rattrapage, la productivité s'accroît dans les secteurs exposés à la concurrence et les salaires augmentent en parallèle. Cette progression des salaires se transmet au secteur abrité de la concurrence internationale. Les prix dans les secteurs abrités augmentent alors plus vite que dans les autres pays, les prix dans les secteurs exposés étant eux soumis à la loi du prix unique. Le taux de change réel — produit du taux de change nominal et du rapport des prix étrangers aux prix intérieurs — s'apprécie (effet « Harrod-Balassa-Samuelson », voir De Gregorio *et al.* [1994]).

En zone euro, l'intégration financière a permis une convergence des taux d'intérêt nominaux au sein de la zone. La hausse des prix étant plus soutenue dans les pays périphériques, les taux d'intérêt réels y étaient plus bas que dans les autres pays : sur 2001-2008, les taux réels à court terme étaient en moyenne de 0,26 %, contre 1,4 % pour le reste de la zone euro à dix (ZE-10). Profitant de l'intégration financière et de la phase expansive du cycle financier global [T. Grejebine, 2014], l'endettement du secteur privé a alors beaucoup augmenté, largement financé par des capitaux provenant des pays les plus riches de la zone. Selon un schéma vertueux [Blanchard et Giavazzi, 2002], ces capitaux, attirés par les opportunités d'investissement et les anticipations de croissance soutenue, allaient financer des investissements productifs générant les revenus nécessaires au remboursement des emprunts. La hausse de l'investissement et de la productivité

Graphique 1. Évolution des déséquilibres courants en zone euro (1999-2013)

(en milliards d'euros et en % du PIB)



Note : la zone euro à 10 pays (ZE-10) comprend les membres suivants : Autriche, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne.

Sources : Eurostat, Thomson Reuters Datastream, calculs de l'auteur.

allait stimuler la consommation. Ainsi les pays engagés dans un processus de convergence allaient-ils connaître, à court terme, une hausse simultanée de l'investissement et une baisse de l'épargne. La détérioration des soldes courants (épargne – investissement) qui s'ensuivrait ne serait que l'expression normale du processus de convergence. Il n'y avait donc pas lieu de s'en inquiéter : financés par les flux privés, les déséquilibres étaient amenés à se résorber lorsque le processus serait achevé.

Seuls les déséquilibres budgétaires faisaient l'objet d'une surveillance par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) en zone euro. Le PSC avait pour missions la prévention d'une situation d'insolvabilité dans un État membre (qui risquait de déstabiliser l'ensemble du système financier de la zone) et la coordination des politiques budgétaires ; il négligeait l'évolution de l'endettement du secteur privé. Or la crise financière de 2008 a révélé l'importance de la dynamique de l'endettement privé et son lien avec l'endettement public. Les déficits accumulés par les pays périphériques, loin d'être le signe d'une convergence, sont apparus comme de « mauvais déficits » révélateurs de déséquilibres insoutenables. Les flux de capitaux se sont alors brusquement inversés (encadré 1).

Déficits : bons ou mauvais déséquilibres ?

En quoi les déficits courants accumulés par les pays périphériques étaient-ils de « mauvais déséquilibres » ? Les explications

Encadré 1. Financement des déficits en zone euro

Le déficit de la balance courante reflète le besoin en capital d'un pays. Ce besoin en capital est couvert, pour les États membres de la zone euro, par les entrées de capitaux privés étrangers, le solde Target 2 (position de la banque centrale nationale auprès de la BCE) et l'aide publique (notamment les transferts de la Troïka pour les pays sous programme).

Avant la crise, les besoins en capitaux des pays déficitaires étaient principalement couverts par des flux de capitaux privés [Merler et Pisani-Ferry, 2012]. Ces capitaux provenaient surtout des pays de la zone plus abondants en capital [FMI, 2010]. Ils ont pris la forme de prêts interbancaires et d'investissements de portefeuille, ont financé une croissance soutenue du crédit et notamment une forte croissance des créances immobilières [Grjebine, 2014].

À la suite de la crise financière de 2008-2009, le marché interbancaire européen s'est gelé et ces flux privés se sont taris. L'arrêt soudain (*sudden stop*) des flux de capitaux privés entrants menaçait les pays d'une crise des paiements. Les banques commerciales ont sollicité leurs banques centrales nationales qui ont joué auprès d'elles leur rôle de prêteur en dernier ressort. Les États ont fait appel aux financements publics de l'Union européenne et du FMI. Les soldes Target des banques centrales nationales auprès de l'Eurosystème et l'aide publique ont ainsi couvert la majeure partie des besoins de financement.

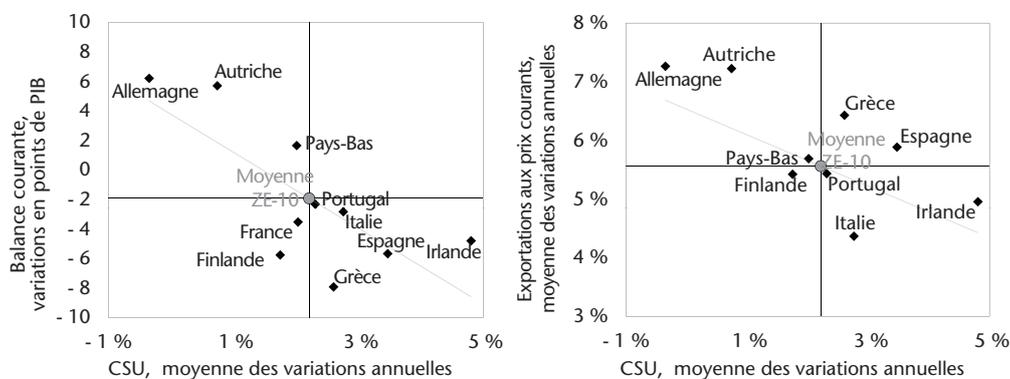
La substitution des créanciers publics aux créanciers privés a été conditionnée à des programmes de réforme rigoureux qui se sont traduits par une perte de souveraineté des pays en difficulté.

avancées partent du constat d'une forte hétérogénéité des dynamiques de coûts salariaux unitaires (coût horaire de la main-d'œuvre rapporté à la productivité horaire du travail, noté par la suite CSU). Entre 2001 et 2008, la hausse des coûts unitaires du travail en Irlande, en Espagne, en Italie ou au Portugal contraste avec les évolutions observées en Allemagne. La hausse des prix (l'appréciation du taux de change réel), au lieu de témoigner d'un rattrapage, ne traduisait-elle pas plutôt une perte de compétitivité, responsable d'une baisse des performances à l'exportation et donc du creusement des déficits (voir notamment Ahearne *et al.* [2007]) ?

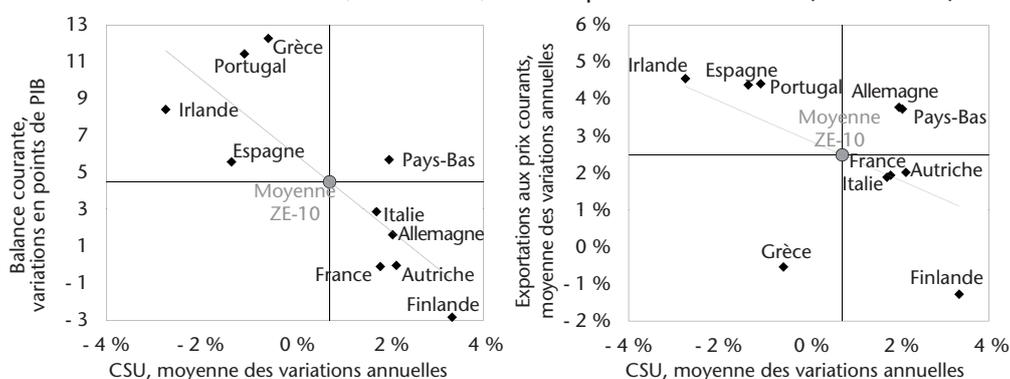
De fait, sur la période 2001-2008, les pays dont les soldes courants se sont le plus dégradés (Irlande, Espagne, Grèce) sont ceux où les CSU ont le plus augmenté (graphique 2a). Pourtant, si l'on rapproche les évolutions, non plus des soldes courants, mais des exportations à celles des CSU, la corrélation apparaît nettement plus faible (graphique 2b). La croissance annuelle moyenne des exportations des pays périphériques est très

Graphique 2. Balances courantes, exportations et coûts salariaux unitaires

2a. Balance courante et CSU (2001-2008) 2b. Exportations et CSU (2001-2008)



2c. Balance courante et CSU (2009-2013) 2d. Exportations et CSU (2009-2013)



Sources : Eurostat, Thomson Reuters Datastream, calculs de l'auteur.

proche de celle de l'ensemble de la zone euro ; les exportations espagnoles (+ 6,4 %) et grecques (+ 5,9 %) progressant même plus rapidement que la moyenne de la zone (+ 5,5 %). Gaulier et Vicard [2012] montrent d'ailleurs que ces pays ont eu sur les mêmes marchés (sur les mêmes produits dans les mêmes pays) des performances à l'exportation souvent comparables à celles de l'Allemagne (les exportations de l'Allemagne bénéficiant en outre d'une spécialisation géographique et sectorielle particulièrement favorable sur cette période). Les performances des exportations des pays périphériques sur la période 2001-2008 n'auraient donc pas pâti d'une détérioration de leurs coûts relatifs.

Ces deux auteurs soulignent par ailleurs [Gaulier et Vicard, 2012] la contribution de l'augmentation des importations à la dégradation des soldes courants. Pour eux, la dynamique des CSU refléterait l'existence d'un « choc de demande » dans les secteurs abrités (croissance de la valeur ajoutée en volume et bulle de prix,

du secteur de la construction notamment), qui aurait alimenté une forte croissance de la demande intérieure et des importations ; ce choc de demande ne semblant néanmoins pas avoir mis à mal la capacité des secteurs exportateurs à répondre à la demande étrangère.

L'observation des évolutions relatives des secteurs abrité et exposé va permettre de mieux identifier ce choc de demande et d'évaluer son impact sur le secteur exposé.

Les déficits, reflet de l'hypertrophie des secteurs abrités

L'afflux de capitaux dans les pays périphériques aurait dû favoriser la convergence entre États membres. Cette convergence semble s'être réalisée dans les secteurs exportateurs : la dispersion des prix à l'intérieur de la zone euro s'est significativement réduite, par rapport au reste de l'OCDE, mais aussi par rapport aux autres membres de l'Union européenne non membres de l'UEM [Méjean et Martin, 2010]. Mais si l'union monétaire a favorisé l'intégration des marchés dans le secteur des biens, de fortes différences de réglementation ont persisté dans les secteurs des services [Bénassy-Quéré et Coulibaly, 2014].

Les capitaux étrangers attirés par des anticipations de rendements élevés ont été investis dans les secteurs abrités. Ils y ont produit une forte croissance de la valeur ajoutée et des bulles de prix d'actifs qui ont détourné les facteurs de production du secteur exposé et réduit la contribution de ce dernier à la croissance de la valeur ajoutée totale [Giavazzi et Spaventa, 2010], tout en stimulant la demande intérieure et les importations.

Une base de données originale construite par le rapprochement des comptes nationaux publiés par Eurostat, des données du CEPII sur le commerce de biens (BACI) et le commerce de services (CHELEM-Balance des paiements) permet d'observer les évolutions de l'emploi, des salaires, de la productivité et de la valeur ajoutée dans le secteur abrité relativement au secteur exposé pour dix pays de la zone euro sur la période 2000-2013 (encadré 2).

Le graphique 3a illustre les évolutions des deux secteurs dans les pays de la zone euro entre 2001 et 2008. Sur cette période, la valeur ajoutée aux prix courants, l'emploi et les prix ont, dans tous les pays, si ce n'est en Allemagne, progressé davantage dans le secteur abrité que dans le secteur exposé. Cependant, l'écart entre les deux secteurs est nettement plus marqué dans

Encadré 2. Secteur abrité, secteur exposé : de quoi parle-t-on ?

La base de données utilisée ici a été construite par le rapprochement, dans la nomenclature NACE en dix secteurs, des données d'Eurostat sur les comptes nationaux, des données du CEPII sur le commerce de biens (BACI) et le commerce de services (CHELEM-Balance des paiements). La base fournit des informations sur la valeur ajoutée brute en prix courants et constants, l'emploi, la rémunération, le commerce de biens et services pour dix secteurs et dix pays de la zone euro (ZE-10 : Autriche, Allemagne, Grèce, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal), sur la période 2000-2013.

Un secteur est considéré comme exposé à la concurrence internationale si le ratio des échanges (exportations + importations) à la valeur ajoutée brute aux prix courants est au moins égal à 20 % ; sinon le secteur est abrité.

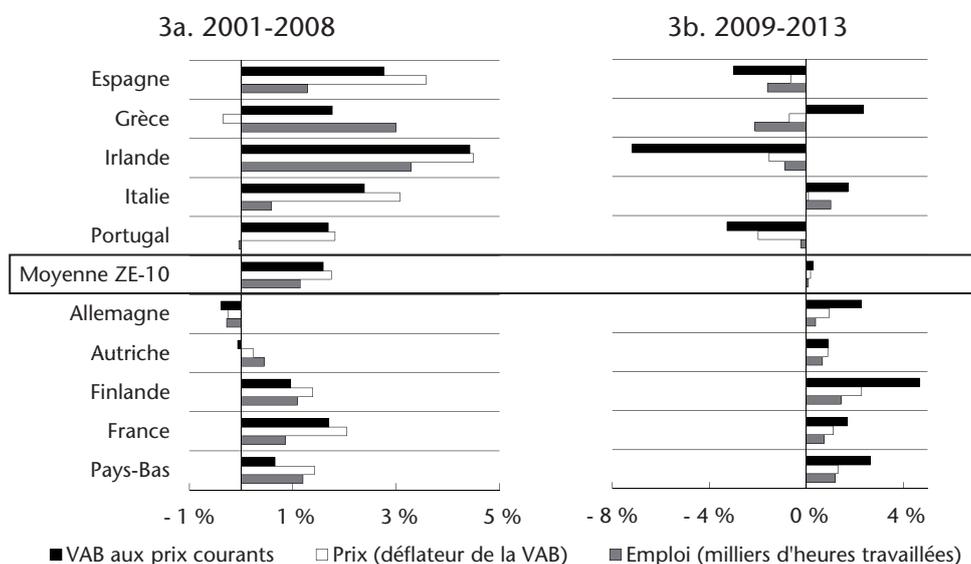
Le total des échanges de la ZE-10 rapporté à la valeur ajoutée brute totale se situe en moyenne à 84 % sur la période 2000-2012. Au cours de la période, deux secteurs ont vu leurs taux d'ouverture croître de manière importante, profitant certainement des évolutions technologiques mais aussi de l'intégration monétaire : les activités de finance et d'assurance, ainsi que les activités spécialisées, scientifiques et techniques, et les services administratifs. Le pays ayant le plus fort taux d'ouverture est l'Irlande (144 %), le plus faible, l'Italie (39 %).

Commerce (exportations + importations) rapporté à la valeur ajoutée brute aux prix courants (2001-2012)

	Taux d'ouverture	Type du secteur
Agriculture, sylviculture et pêche	36	exposé
Industrie (hors construction)	334	exposé
Construction	7	abrité
Commerce, transport, hébergement et activités de restauration	43	exposé
Information et communication	26	exposé
Activités financières et d'assurance	18	abrité
Activités immobilières	0	abrité
Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; activités de services administratifs et de soutien	50	exposé
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	1	abrité
Arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services ; activités des ménages et extra-territoriales	8	abrité
TOTAL	84	-

Sources : Eurostat, CEPII, bases de données du BACI et CHELEM, calculs de l'auteur.

Graphique 3. Évolutions de la valeur ajoutée brute, de l'emploi, et des prix du secteur abrité relativement à celles du secteur exposé



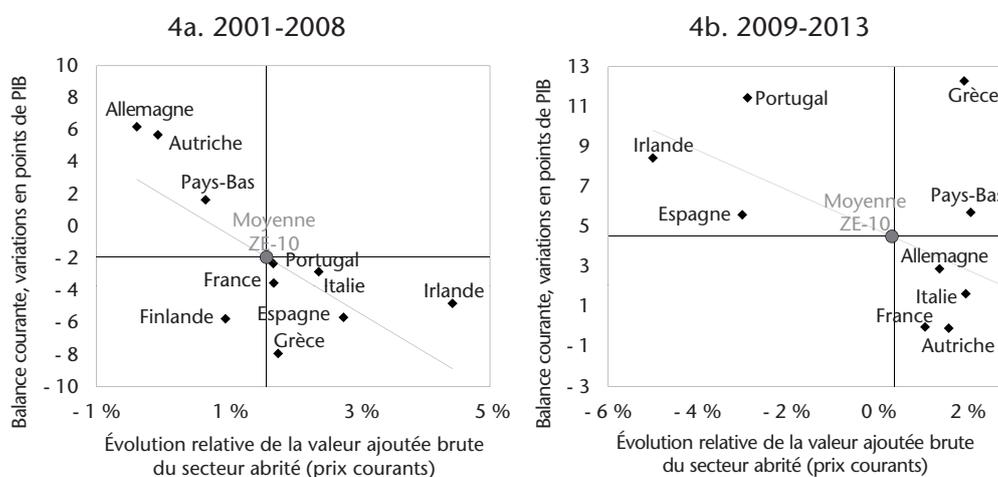
Note : voir l'encadré 2 pour une définition des secteurs.

Sources : CEPII, bases de données BACI et CHELEM, calculs de l'auteur.

les pays périphériques. Les prix des secteurs abrités, relativement à ceux des secteurs exposés, y ont augmenté, faisant pression à la hausse des salaires horaires dans l'ensemble de l'économie (on n'observe pas de divergence dans l'évolution des salaires des deux secteurs). Dans ces pays périphériques, c'est donc la hausse des prix du secteur abrité qui a principalement contribué à la dynamique des CSU [Gaulier et Vicard, 2012], et non pas la hausse de la productivité du secteur exposé comme le schéma vertueux le voulait. Dans ces conditions, la rentabilité du secteur exposé a diminué, ce qui a renforcé l'attractivité du secteur abrité [Eurostat, 2013].

Ainsi, les pays qui ont enregistré les plus fortes dégradations des balances courantes sont ceux qui ont vu la valeur ajoutée brute aux prix courants du secteur abrité augmenter le plus rapidement relativement à celle du secteur exposé (graphique 4a). Les déficits accumulés reflétaient donc moins une perte de compétitivité du secteur exportateur que le résultat d'une allocation du capital qui a alimenté l'expansion du secteur abrité au détriment du secteur exportateur. Les emprunts contractés n'ont pas servi à augmenter les capacités exportatrices. Les déficits se sont avérés insoutenables, laissant place à un lourd endettement sans actifs productifs en contrepartie [Aglietta et Brand, 2013].

Graphique 4. Évolution de la valeur ajoutée brute du secteur abrité relativement à celle du secteur exposé et balance courante



Note : voir l'encadré 2 pour une définition des secteurs. Les évolutions relatives sont des ratios de l'évolution du secteur abrité sur celles du secteur exposé.

Sources : CEPII, bases de données du BACI et CHELEM, calculs de l'auteur.

Le rééquilibrage progresse

Entre 2008 et 2013, les déficits courants des pays périphériques se sont largement résorbés et la zone euro, à l'équilibre en 2007 dans son ensemble, est désormais excédentaire (graphique 1) — son excédent courant dépassant même celui de la Chine en 2012. La Grèce a réduit son déficit de 16 points de PIB depuis 2008, le Portugal de 13 points et l'Irlande de 12 points, l'Espagne de 10 points et l'Italie de plus de 3 points. Tous ces pays sont à l'équilibre en 2013. En revanche, aucune correction n'est intervenue du côté des pays en surplus « excessif » (selon le tableau de bord établi par la Commission européenne, l'excédent doit être inférieur à 6 % du PIB sur les trois dernières années) ; la balance courante de l'Allemagne dépasse, en 2013, 7 % du PIB du pays. Que penser du rééquilibrage en cours ? Est-il le résultat d'évolutions conjoncturelles ou est-il le reflet d'un rééquilibrage interne dans les pays périphériques ?

Les politiques mises en œuvre pour réduire les déficits

Le tarissement des financements privés a révélé la fragilité de l'intégration financière. Les autorités européennes ont pris conscience des risques que faisaient peser les déséquilibres courants sur la stabilité de la zone. La surveillance budgétaire a

été complétée par une surveillance des déséquilibres macroéconomiques. Fin 2011, le *Six Pack* a introduit un système de prévention des déséquilibres macroéconomiques pouvant impliquer des sanctions en cas de « déséquilibre excessif ». De leur côté, la Troïka (Commission européenne, BCE, FMI), en charge de superviser la mise en œuvre des plans de stabilisation dans les pays bénéficiant d'une aide financière, et le FMI dans le cadre de sa surveillance bilatérale ont insisté sur la nécessité de s'attaquer à l'ensemble des déséquilibres macroéconomiques des pays de la zone.

Ainsi, les pays périphériques ont été contraints de résorber leurs déficits. Cet ajustement devait s'effectuer par deux canaux [FMI, 2014] : faire baisser les prix domestiques par rapport aux prix étrangers pour redresser la compétitivité-prix et stimuler les exportations ; corriger les prix des secteurs abrités relativement aux secteurs exposés ou renforcer la profitabilité des secteurs exposés pour permettre une réallocation des facteurs de production vers les secteurs exportateurs.

L'union monétaire les privant de l'outil du taux de change, les pays en crise ont dû réaliser des dévaluations internes : baisser leurs coûts de production (CSU) pour réduire les prix. Plusieurs facteurs ont concouru à la baisse des salaires : un chômage élevé, la baisse ou le gel des rémunérations du secteur public dans le cadre des consolidations budgétaires et les mesures visant à flexibiliser les marchés du travail. Les réformes structurelles devaient quant à elles permettre des gains de productivité, contribuant également à la baisse des CSU.

Ces politiques ont-elles eu les effets escomptés ?

Les balances courantes se sont ajustées sous l'effet de la contraction de la demande interne...

Dans un premier temps, l'ajustement courant des pays périphériques a résulté de l'effondrement du commerce mondial consécutif à la crise de 2008-2009, limitant à la fois les exportations et les importations des pays. Mais les ajustements proviennent surtout de l'effondrement de la demande intérieure sous l'effet du désendettement du secteur privé et des mesures prises pour tenter de réduire l'endettement public. Entre 2009 et 2013, la demande intérieure rapportée au PIB a chuté de 10 % en Irlande, de 8 % en Grèce et au Portugal et de 4 % en Espagne. Le ratio des importations sur PIB a très fortement baissé. Un calcul simple

permet de donner un ordre de grandeur de la contribution des variations de la demande des pays de la zone euro aux ajustements qui se sont produits entre 2009 et 2013 (tableau 1). En Irlande, Grèce et Espagne, l'essentiel de l'ajustement proviendrait de la chute de la demande.

Tableau 1. Ajustements de la balance courante entre 2009 et 2013 et effet de demande

	Ajustement de la balance courante (2009-2013, points de % du PIB)		Niveau observé (2013, % du PIB)
	observé	hors effet de demande	
Allemagne	1,7	4,2	7,6
Autriche	0,0	2,4	2,7
Espagne	5,6	1,4	0,8
Finlande	- 2,8	- 6,3	- 1,1
France	- 0,1	0,4	- 1,4
Grèce	12,3	- 1,8	1,2
Irlande	8,4	0,1	6,2
Italie	2,9	2,2	1,0
Pays-Bas	5,7	5,8	10,9
Portugal	11,5	7,5	0,5

Lecture : la balance courante hors effet de demande est obtenue en corrigeant les importations des évolutions de la demande intérieure du pays (une baisse de la demande intérieure fait chuter les importations) et les exportations des évolutions de la demande intérieure des pays partenaires (une baisse de la demande adressée fait chuter les exportations). En Irlande, par exemple, l'amélioration de la balance courante provient principalement de la chute de la demande intérieure entre 2009 et 2013.

Source : B. Carton et S. Piton [2013], à partir des données d'Eurostat.

... mais aussi par la relance des exportations

L'ajustement est-il aussi le reflet d'un renforcement de la compétitivité des pays et d'une réallocation des facteurs de production vers les secteurs exportateurs ? Entre 2009 et 2013, les salaires horaires ont baissé de 16 % en Grèce, de 5 % en Irlande, ont stagné au Portugal et ont ralenti en Espagne (+ 2 % sur 2009-2013 contre + 38 % sur 2001-2008). Ces baisses se sont répercutées sur les coûts salariaux unitaires, qui ont reculé de 11 % en Grèce, de 10 % en Irlande, de 7 % au Portugal et de 6 % en Espagne. Comme sur la période précédente, les ajustements

des balances courantes sont bien corrélés aux variations des CSU : les plus forts ajustements sont réalisés dans les pays où les baisses des CSU sont les plus fortes (graphique 2c).

La dynamique des exportations est également corrélée avec les évolutions des CSU, mais encore une fois moins nettement qu'avec les évolutions de la balance courante (graphique 2d). Le Portugal et l'Espagne ont vu la croissance de leurs exportations plus soutenue qu'en Allemagne entre 2009 et 2013, leurs exportations en valeur augmentant respectivement de 43 %, 39 % et 38 %. La croissance des exportations grecques est relativement faible par rapport au reste de la zone euro à dix (19 % contre une moyenne de 31 %), mais les performances grecques apparaissent très bonnes quand elles sont rapportées à l'évolution du PIB. Ainsi le ratio des exportations sur PIB a progressé plus vite en Irlande, au Portugal, en Grèce et en Espagne qu'en Allemagne entre 2009 et 2013.

Les exportations semblent avoir surtout profité de nouvelles orientations géographiques (les pays ont recentré leurs exportations vers des marchés dynamiques hors zone euro) et sectorielles. Entre 2009 et 2013, en Grèce, le regain des exportations provient essentiellement des exportations de biens (+ 52 %), les services stagnant (+ 1 %) depuis la crise de 2009. Cette croissance concerne surtout les exportations vers des partenaires hors zone euro, passant la part de la zone passant de 43 % en 2007 à 31 % en 2012. La Grèce profite aussi d'une évolution sectorielle, la part du secteur « cokéfaction et raffinage » passant de 13 % du PIB en 2008 à 37 % du PIB en 2012. En Irlande, ce sont les exportations de services qui ont connu une croissance particulièrement soutenue, largement supérieure à celle de la zone euro dans son ensemble. La croissance des biens restant atone, le pays a accentué sa spécialisation dans les services (dans l'information et la communication, ainsi que dans les activités spécialisées, scientifiques et techniques, les services administratifs et de support) et exporte depuis 2012 plus de services que de biens. Le Portugal et l'Espagne ont eu des performances relativement proches de celles du reste de la zone euro et conformes à leur spécialisation sectorielle passée, mais ont recentré leurs exportations vers des partenaires hors de la zone euro (une baisse de 13 % du poids de la zone dans les exportations des deux pays).

Le rééquilibrage interne entre secteurs exposé et abrité des pays en périphérie progresse, sauf en Grèce

La baisse des CSU peut aussi refléter un rééquilibrage interne dans les pays périphériques. Ainsi, ce ne serait pas tant le premier canal promu par le FMI (infléchir les prix domestiques pour redresser la compétitivité-prix des pays et stimuler les exportations) qui aurait permis l'ajustement des balances courantes, mais plutôt le deuxième (permettre une réallocation des facteurs de production vers les secteurs exportateurs) — ce qui serait cohérent avec notre analyse des origines des déséquilibres.

À l'exception de la Grèce, dont le secteur abrité croît toujours, un rééquilibrage interne semble être effectivement à l'œuvre dans les pays périphériques (graphique 3b). La valeur ajoutée brute aux prix courants du secteur abrité relativement au secteur exposé a baissé en Irlande (– 7 %), en Espagne et au Portugal (– 3 % dans les deux pays). L'emploi évolue dans le même sens, mais plus lentement. Cela provient des rigidités sur le marché du travail, mais également du fait que le secteur exposé est moins intensif en travail que le secteur abrité : sa valeur ajoutée devra croître plus rapidement que celle du secteur exposé pour absorber les pertes d'emploi dans le secteur abrité. Ainsi, le rééquilibrage se fait à un coût social très élevé [Bara et Piton, 2012] : en Espagne, le taux de chômage a dépassé 25 % en 2013, il a atteint 16 % la même année au Portugal.

Les ajustements dans les pays périphériques ont d'abord résulté de la forte contraction des demandes intérieures. Dans ces conditions, il est à craindre que les déséquilibres réapparaissent dès lors que ces demandes se redresseront. Néanmoins, un timide rééquilibrage entre secteur abrité et secteur exposé semble aussi à l'œuvre, si ce n'est en Grèce. Les pays ayant connu un plus grand ajustement de la balance courante entre 2009 et 2013 ont vu la valeur ajoutée brute aux prix courants du secteur abrité baisser relativement à celle du secteur exposé (graphique 4b).

Mais ce rééquilibrage est asymétrique et ne concerne encore que les pays périphériques qui ajustent leur balance courante, surtout vis-à-vis du reste du monde. S'opérant dans un environnement d'inflation faible en zone euro, la baisse des prix relatifs du secteur abrité fait peser un risque déflationniste. Si, faute d'une coopération au sein de la zone, les pays en surplus

s'engagent eux aussi dans des désinflation compétitives, les ajustements risquent de faire entrer la zone dans une spirale déflationniste et de la maintenir dans une situation de stagnation. Cette situation pourrait même faire replonger les pays endettés en récession, les derniers chiffres de croissance en Italie étant déjà négatifs pour les deux premiers trimestres de 2014 [Eurostat, août 2014].

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. et BRAND T. [2013], *Un New Deal pour l'Europe*, Odile Jacob, Paris.
- AHEARNE A., VON HAGEN J. et SCHMITZ B. [2007], « Internal and external current account balances in the euro area », *mimeo*.
- ARTUS P. [2013], « Comprendre l'évolution des balances courantes des pays du Nord et du Sud de la zone euro depuis le début de la crise », *Natixis Special Report*.
- BARA Y.-E. et PITON S. [2012], « Peut-on dévaluer sans dévaluer ? », *La lettre du CEPII*, n° 324, août.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. et COULIBALY D. [2014], « The impact of market regulations on Intra-European Real Exchange Rates », *PSE-GMond Working Papers*.
- 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*, vol. 33, n° 2, p. 147- 210.
- DE GREGORIO J., GIOVANNINI A. et WOLF H. C. [1994], « International evidence on tradables and nontradables inflation », *European Economic Review*, vol. 38, n° 6, p. 1225-1244, juin.
- EUROSTAT [2013], *Quarterly report on the euro area*, vol. 12, n° 3, octobre.
- 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*, Banque de France, n° 189, p. 47-64.
- 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*, n° 8008.
- GRJEBINE T. [2014], « D'une crise à l'autre : 30 ans de globalisation des cycles immobiliers », *La lettre du CEPII*, n° 342, avril.
- FMI [2010], « European financial linkages », *IMF Working Papers*, n° 295.
- [2014], « Progress towards external adjustment in the euro area periphery and the Baltics », *IMF Working Papers*, n° 131.
- MÉJEAN I. et MARTIN J. [2010], « Euro et dispersion des prix à l'exportation », *Économie et Statistique*, vol. 435, n° 1, p. 49-64.
- MERLER S. et PISANI-FERRY J. [2012], « Sudden stops in the Euro area », *Bruegel Policy Contributions*, n° 718.