



Rue de la Banque

N° 15 ■ Décembre 2015

L'ajustement externe de la zone euro et les variations du taux de change réel : le rôle de la distribution de la productivité des entreprises

Francesco PAPPADÀ
Direction des Études
et des Relations internationales
et européennes

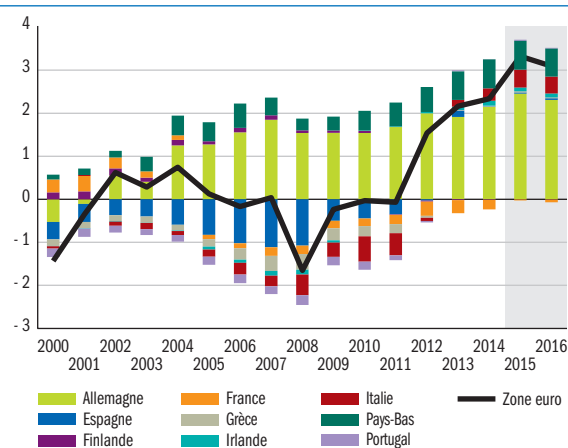
Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité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

Les déséquilibres extérieurs dans la zone euro impliquent des ajustements de taux de change réels. Ce Rue de la Banque se place dans un cadre où (a) la marge dite extensive (nouvelles entreprises exportatrices) contribue aux flux commerciaux agrégés ; et (b) les différences entre pays en termes de distribution de la productivité des entreprises sont prises en compte. Il apparaît que les pays en excédent se caractérisent par des entreprises de plus grande taille et plus productives que celles des pays en déficit. Dès lors la dépréciation du taux de change réel requise pour rééquilibrer les comptes extérieurs des pays en déficit peut être plus importante que prévue sur la base des calculs traditionnels.

À la suite de la crise, la zone euro dans son ensemble a enregistré un excédent du compte de transactions courantes exceptionnellement important, résultant à la fois d'une reprise modeste de la demande extérieure et, surtout, d'un recul de la demande intérieure, en particulier dans les pays de la zone qui avaient précédemment accumulé des déficits significatifs. Comme le montre le graphique 1, outre l'excédent extérieur de l'Allemagne tout au long des années deux mille, l'ajustement externe intervenu après 2008 dans les pays ayant des déficits importants (Grèce, Italie, Portugal et Espagne) a apporté une contribution significative à l'excédent du compte courant de la zone euro considérée dans son ensemble. Par conséquent, l'analyse des déterminants et des profils d'évolution du rééquilibrage externe suscite un regain d'intérêt. Pour les pays de la zone euro, ce processus comporte deux dimensions : le rééquilibrage qui s'opère au sein de la zone elle-même et le rééquilibrage vis-à-vis du reste du monde.

G1 Déséquilibres du compte de transactions courantes de la zone euro

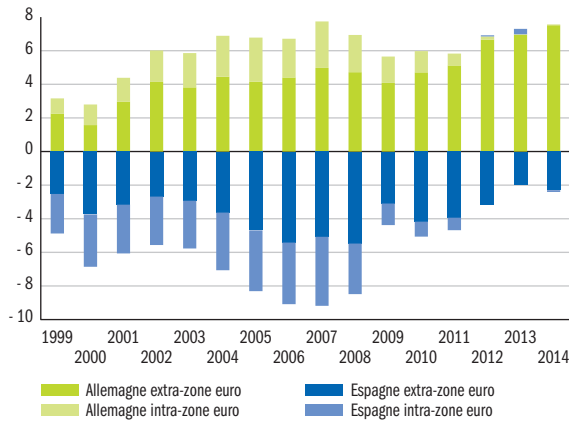
(en % du PIB de la zone euro)



Note : Les zones grisées correspondent à des prévisions.
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2015.

G2 Solde commercial intra et extra-zone euro

(en % du PIB)



Source : Eurostat.

Le graphique 2 présente les dimensions intra et extra-zone euro du processus de rééquilibrage externe pour l'Allemagne et l'Espagne. En 2014, l'excédent commercial de l'Allemagne et le déficit commercial de l'Espagne provenaient exclusivement de la dimension extra-zone euro. Depuis 2008, il y a eu un rééquilibrage complet des échanges commerciaux intra-zone euro, l'excédent allemand et le déficit espagnol vis-à-vis des autres pays de la zone ayant été totalement résorbés.

Quelles sont les conséquences d'un rééquilibrage externe ?

D'un point de vue conceptuel, les coûts macroéconomiques d'un rééquilibrage externe peuvent être répartis en deux catégories : d'une part, la diminution de la consommation intérieure et du bien-être et d'autre part, la dépréciation du taux de change réel. Même si les études s'accordent sur le fait que le rééquilibrage d'un déficit du compte de transactions courantes nécessite une dépréciation du taux de change réel, c'est-à-dire une baisse des prix des produits nationaux par rapport aux produits étrangers, l'ampleur de cette dépréciation fait l'objet d'un débat ¹.

Dans l'étude de Di Mauro et Pappadà (2014), nous examinons les implications macroéconomiques du rééquilibrage externe de la zone euro dans un modèle d'équilibre général à trois pays avec un secteur de biens échangeables et un secteur de biens non échangeables. Dans les deux secteurs, les entreprises sont hétérogènes en termes de productivité. L'ajustement du solde du

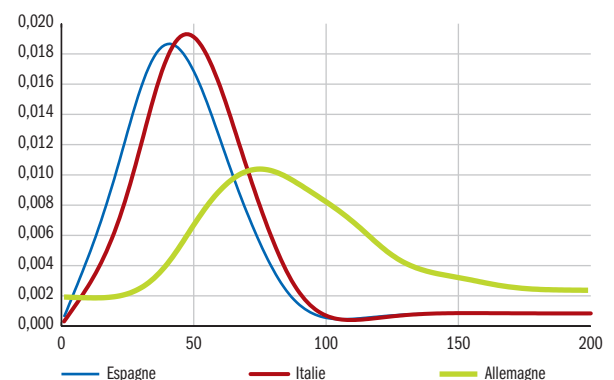
compte extérieur du pays déficitaire est associé à une diminution de sa demande d'importations et à une augmentation de la demande pour les biens qu'il exporte.

L'augmentation de la demande relative de biens échangeables produits par le pays déficitaire entraîne une baisse du seuil de productivité des entreprises exportatrices et une hausse simultanée de ce seuil à l'étranger. L'augmentation de la demande permet aux entreprises moins productives du pays déficitaire de couvrir les coûts fixes liés à l'exportation. Les variations du total des exportations en réaction à l'ajustement externe reflètent par conséquent des ajustements extensifs et intensifs, les ventes des nouvelles entreprises exportatrices (marge extensive) contribuant à l'ajustement externe en plus des ventes (anciennes et nouvelles) des entreprises exportatrices existantes (marge intensive). L'épaisseur de la queue droite de la distribution de la productivité (c'est-à-dire les entreprises les plus productives) détermine la mesure dans laquelle la marge extensive des échanges commerciaux contribue à la hausse des exportations agrégées qui favorise le rééquilibrage des échanges. Pour un ajustement externe donné, plus la contribution de la marge extensive est importante, plus la modification nécessaire des prix relatifs (c'est-à-dire le taux de change réel) est faible.

Nous montrons également que les résultats présentés dans la littérature doivent être considérablement révisés lorsque la distribution de la productivité des entreprises, spécifique à chaque pays, est prise en compte.

**G3 Distribution de la productivité du travail
Entreprises de plus de 20 salariés**

(Productivité du travail en abscisses ; densité en ordonnées)



Source : Di Mauro et Pappadà (2014).

¹ Cf. Obstfeld et Rogoff (2005, 2007) au sujet du déficit du compte courant des États-Unis.

Cela est particulièrement important dans la zone euro, les données d'entreprise récentes (BCE, CompNet 2014) tendant à indiquer que la productivité des entreprises est fortement hétérogène entre les pays et les secteurs de la zone. Les pays excédentaires tels que l'Allemagne se caractérisent par une distribution de la productivité avec une moyenne plus élevée et une queue droite nettement plus épaisse que les pays déficitaires tels que l'Italie ou l'Espagne (voir graphique 3).

L'ajustement externe et les variations du taux de change réel

Nous calibrons notre modèle en utilisant une nouvelle base de données d'entreprises constituée au sein d'un réseau de recherche de banques centrales européennes (CompNet). Nous examinons les principaux pays de la zone euro présentant des déséquilibres externes. Dans notre modèle à trois pays, l'Allemagne est le pays excédentaire, l'Espagne le pays déficitaire et le reste du monde constitue le troisième pays. Nous remplaçons ensuite l'Espagne par l'Italie comme pays déficitaire. Dans nos simulations, nous reproduisons le processus réel d'ajustement externe de l'Espagne et de l'Italie entre 2007 et 2013 (le cas de référence). Nous envisageons ensuite un scénario contrefactuel afin de tenir compte des conséquences hypothétiques de l'ajustement dans un modèle dans lequel seules les différences en termes de productivité moyenne sont étudiées. Pour le cas de référence comme pour le scénario contrefactuel, nous calculons l'ajustement du taux de change réel prévu par le modèle compte tenu de la variation observée des balances commerciales des pays déficitaires (l'Espagne et l'Italie, respectivement) par rapport à l'Allemagne et au reste du monde entre 2007 et 2013. Les résultats sont présentés dans le tableau 1.

Deux résultats principaux peuvent être dégagés :

- un modèle qui ne prend pas en compte les différences en termes de dispersion de la productivité (contrefactuel) entre les pays excédentaires et les pays déficitaires au sein de la zone euro peut sous-estimer la dépréciation du taux de change requise dans les pays déficitaires ;
- les différences dans la distribution de la productivité entre les pays déficitaires et les pays excédentaires donnent des indications sur l'ampleur des dépréciations réelles requises pour un réajustement effectif.

Conclusion

Dans ce numéro de *Rue de la Banque*, nous avançons l'idée que les différences entre pays dans la distribution de la productivité des entreprises contribuent à déterminer l'ampleur des variations du taux de change associées au rééquilibrage externe de la zone euro². Les données d'entreprises de la base CompNet montrent que le niveau et la distribution de la productivité sont relativement défavorables pour les pays déficitaires : ces pays (par exemple l'Italie et l'Espagne) ne possèdent pas suffisamment d'entreprises productives susceptibles de contribuer significativement au rééquilibrage externe avec une variation limitée du taux de change réel.

L'implication concrète de cette étude, en termes de politique économique, est que, dans une situation marquée par

² De toute évidence, la réaction globale du taux de change réel dépendra essentiellement de facteurs supplémentaires, notamment des facteurs de demande, les élasticités relatives des échanges commerciaux, ainsi que les sources initiales des déséquilibres évoquées dans l'étude de Di Mauro et Pappadà (2014) et pouvant donner lieu à de nouvelles extensions du modèle.

T1 Rééquilibrage du compte extérieur, 2007-2013

	Espagne		Italie	
	TCR ES/AL	TCR ES/reste du monde	TCR IT/AL	TCR IT/reste du monde
Scénario de référence (hétérogénéité entre les pays)	3,63	3,79	1,38	0,87
Scénario contrefactuel (pas d'hétérogénéité entre les pays)	1,26	1,53	0,53	0,44

Notes : Variations en pourcentage des taux de change réels. Une valeur positive indique une dépréciation du taux de change réel. La simulation chiffrée reproduit le rééquilibrage effectif entre 2007 et 2013, intra-zone euro (TCR ES/AL pour l'Espagne et TCR IT/AL pour l'Italie) et extra-zone euro (TCR ES/Reste du monde pour l'Espagne et TCR IT/Reste du monde pour l'Italie).

Source : Di Mauro et Pappadà (2014).

l'hétérogénéité persistante de la productivité entre les pays dans la zone euro, l'ajustement du taux de change réel nécessaire pour rééquilibrer le compte de transactions courantes est nettement plus important que le suggérerait un modèle négligeant cette dimension. Lors de la mise en place de mesures d'ajustement fondées sur une dépréciation réelle, les responsables de la politique économique ne doivent pas négliger les différences entre pays en termes de distribution de la productivité.

En outre, la forte hétérogénéité entre les pays en excédent et ceux en déficit peut contribuer aux différences persistantes entre les balances commerciales extra-zone euro. Cette situation souligne la nécessité de parvenir à un équilibre plus précis entre l'ajustement des prix relatifs et les politiques structurelles. En particulier, dans les pays déficitaires, des réformes structurelles visant à augmenter la productivité et à réorienter les ressources vers des entreprises plus productives et plus grandes amélioreraient les performances à l'exportation et réduiraient l'ampleur de l'ajustement des prix relatifs.

Bibliographie

Di Mauro (F.) et Pappadà (F.) (2014)

« *Euro area external imbalances and the burden of adjustment* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, p. 336-356.

ECB CompNet (2014)

« *Micro-based evidence of EU competitiveness: the CompNet database* », BCE, *Working Paper* 1634.

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2005)

« *Global current account imbalances and exchange rate adjustments* », *Brookings Papers on Economic Activity*, 36 (2005-1): 67-146.

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2007)

« *The unsustainable US current account position revisited* », dans R H Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, NBER Conference Report: 339-376.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

Réalisation

Direction de la Communication

Décembre 2015

www.banque-france.fr