

## Conférence EURO 50

BRUXELLES 5 juin 2019

### Réflexions sur les déséquilibres des paiements courants au sein de la zone Euro

I – la situation actuelle est marquée par des excédents courants très importants chez certains pays de l'Union et par un surplus global croissant pour la zone Euro dans son ensemble.

En 2017, la zone Euro a dégagé un surplus courant de 3,5% de son PIB (soit 0,6% du PIB mondial), c'est-à-dire l'équivalent du déficit des Etats-Unis (voir [graphique 1](#)).

Désormais, les deux pays qui connaissaient traditionnellement de très forts excédents - Chine et Japon - ne représentent plus, chacun, que moins de 50% de l'excédent combiné de l'Allemagne et des Pays-Bas (ces deux derniers pays ayant eu des excédents courants respectivement de 8% et de 10,5% de leur PIB en 2017 et de 7,4% et 9,8% en 2018).

Par ailleurs, l'excédent global de la zone Euro s'est intensifié depuis quelques années, en raison des résultats de l'ajustement économique opéré par les pays de la périphérie de la zone.

Le tableau ci-dessous montre que - à l'exception de la France et de la Grèce - pratiquement tous les pays autrefois déficitaires de la zone Euro ont regagné l'équilibre courant au cours des deux années 2017-2018.

Tableau sur l'évolution des balances courantes  
de certains pays de la Zone Euro

<i>soldes courants en % du PIB</i>	<i>2010</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Allemagne	+ 5,6%	+ 8%	+ 7,4%
Pays-Bas	+ 3,4%	+ 10,5%	+ 9,8%
France	- 0,8%	- 0,6%	- 0,6%
Italie	- 3,4%	+ 2,8%	+ 2,6%
Espagne	- 3,9%	+ 1,8%	+ 0,8%
Portugal	- 10,1%	+ 0,5%	- 0,6%
Grèce	- 11,4%	- 2,4%	- 3,4%
Irlande	- 1,2%	+ 8,5%	+ 10%
Zone EURO	- 0,1%	+ 3,5%	+ 3%

Source : IMF – World Economic Outlook April 2019.

## II – Quels sont les facteurs qui expliquent cette évolution ?

### 1. Les facteurs macro-économiques mondiaux.

#### a) La forte propension à consommer des Etats-Unis.

C'est un aspect traditionnel du système des paiements mondiaux. Il a été aggravé par la politique budgétaire de l'administration Trump qui a ajouté une forte stimulation fiscale à la demande interne américaine et aggravé le déficit courant US.

#### b) Le fait que la zone Euro soit devenue graduellement une des sources les plus importantes de l'épargne mondiale.

Le **graphique 1** illustre ce phénomène macro-économique fondamental.

## 2. Des facteurs propres à certains pays.

A cet égard, la spécialisation croissante des exportations manufacturées des pays à fort excédent comme l'Allemagne et les Pays-Bas doit être soulignée.

Dans une zone monétaire où les niveaux de compétitivité sont inévitablement hétérogènes, les pays les plus forts en termes de tradition industrielle, de maîtrise des coûts de production, de capital productif et de gestion macro-économique tendent à devenir de plus en plus performants.

En effet, le taux de change moyen de la monnaie unique (et l'absence de possibilités nationales d'ajustements par les taux de change qui résulte de l'existence de la zone) est le reflet de l'évaluation par les marchés de la compétitivité globale de la zone. Il s'en suit que les pays à faibles coûts et à très forte compétitivité, comme l'Allemagne, disposent, du fait de cette valorisation moyenne de l'Euro, d'un avantage de change.

On a calculé, ainsi, que « l'euro-allemand » bénéficierait d'une sous-évaluation de l'ordre de 15 à 20% (en termes de taux de change effectif réel) par rapport à l'ensemble des pays périphériques de la zone<sup>1</sup>.

Ce phénomène est, par définition, de nature à doper les exportations allemandes et à accuser les disparités en matière de comptes courants.

## 3. Enfin, l'ajustement considérable opéré depuis la crise par les pays périphériques a encore contribué à aggraver l'excédent global de la zone.

Le tableau ci-dessous montre l'ampleur du phénomène qui reflète l'importance des réductions de coûts et des compressions de la demande interne réalisées par ces pays.

	<i>Ajustement (en points de PIB) de 2010 à 2017-18</i>
<i>L'Espagne</i> est passée d'un déficit courant de – 3,9% de son PIB en 2010 à un excédent de + 1,3% en 2017-18	5,2
<i>Le Portugal</i> est passé d'un déficit courant de – 10% de son PIB en 2010 à l'équilibre en 2017-18	10
<i>L'Italie</i> est passée d'un déficit courant de – 3,4% de son PIB en 2010 à un excédent de + 2,7% en 2017-18	6,1
<i>La Grèce</i> est passée d'un déficit courant de – 11,4% de son PIB en 2010 à un solde de - 2,9% en 2017-18	8,5
<i>L'Irlande</i> est passée d'un déficit courant de – 1,2% de son PIB en 2010 à un solde de + 9,3% en 2017-18	10,4

<sup>1</sup> Voir lettre du CEPII de février 2018 : « La déplaisante arithmétique des déséquilibres de la zone Euro » par Guillaume Gaulier et Vincent Picard.

Ces améliorations considérables des comptes courants de la périphérie trouvent leur origine dans trois facteurs principaux<sup>2</sup> :

- Au premier chef, la réduction de la demande interne (due en grande partie aux effets de redressement budgétaire) et donc des importations ;
- A un moindre degré, la réduction des coûts qui a permis la croissance des exportations devenues plus compétitives,
- La réduction (sauf en Grèce) des secteurs « protégés » (services non soumis à la concurrence) au profit des exportations manufacturières.

### **III – En quoi cette situation pose-t-elle problème ?**

On pourrait, à première vue, considérer ces déséquilibres au sein de la zone comme sans beaucoup d'importance :

- Ils sont la manifestation de disparités dont les causes sont multiples et à maints égards normales dans une zone monétaire (les USA recèlent aussi des déséquilibres courants importants entre différents Etats) ;
- Ils permettent aux pays « importateurs nets » de bénéficier des bas prix des exportateurs, ce qui est favorable à leur pouvoir d'achat ;
- Les déficits peuvent être « vertueux » dans la mesure où ils sont susceptibles de permettre aux pays du Sud d'attirer des capitaux extérieurs, d'investir dans les secteurs productifs et, par là même, de renforcer, à terme, leur productivité, leur croissance potentielle et leur balance commerciale ;
- De tels déséquilibres devraient, de la sorte, se résorber normalement par le jeu des mouvements de capitaux compensateurs : les excédents d'épargne du Nord se dirigeant vers le Sud (on verra cependant que ce rééquilibrage par les marchés est grippé en Europe).

D'une manière plus générale, on pourrait soutenir que si le système financier international est suffisamment intégré pour permettre de massifs transferts d'épargne transfrontaliers, certains pays pourraient accumuler pendant une période très longue des déficits courants sans que cela implique la nécessité d'un ajustement<sup>3</sup>.

\*  
\*      \*

---

<sup>2</sup> Voir CEPII 2015, Sophie Piton : « Déséquilibres des balances des comptes courants de la zone euro. Où en est-on ? ».

<sup>3</sup> Voir Joaquim Oliveira Martins et Dominique Plihon « L'impact des transferts internationaux sur les déséquilibres extérieurs » - Banque de France Economie et Statistiques Année 1990.

Mais s'en tenir là ne suffit pas à couvrir le sujet.

Voici quelques éléments additionnels de réflexion.

*a) Même dans un environnement de liberté des flux de capitaux, la nécessité d'ajustements nationaux ne disparaît pas.*

L'observation montre que le principe général d'équilibre rappelé ci-dessus est conditionné par la notion de solvabilité des pays importateurs nets de capitaux. Si un pays enregistre un déficit courant non « soutenable » (c'est-à-dire qui ne permette pas de stabiliser à terme et à un niveau jugé comme normal le rapport dette extérieure nette/PIB), ce pays finira inévitablement par voir sa « solvabilité » contestée par les marchés, et sera contraint d'ajuster son compte courant par une politique stimulant son épargne domestique. Il va de soi que plus les déficits seront « vertueux » (c'est-à-dire qu'ils seront accompagnés d'investissements productifs générateurs de ressources futures), moins la contrainte de solvabilité devrait s'exercer.

*b) Mais, en fait, les déficits courants de la périphérie n'ont pas été « vertueux » jusqu'à 2009 (en termes de leur contribution au rattrapage économique).*

Ils ont eu pour cause essentielle l'exacerbation de la demande interne. Cette demande a été intensifiée au cours des années 2000-2009 :

- Par la hausse anormalement élevée du crédit (notamment immobilier) ;
- Par la stimulation budgétaire qui a conduit à des déficits publics « excessifs » ;
- Et par une hausse des coûts salariaux très supérieure à celle des pays du Nord.

La dynamique haussière des coûts salariaux unitaires (C.S.U.) a constitué un « choc de la demande » dans les secteurs abrités de la concurrence (notamment la bulle du secteur de la construction) qui a alimenté les importations et le déficit courant (Irlande, Espagne).

Cette surchauffe s'est concentrée sur le secteur abrité, lequel avait progressé dans les pays périphériques plus rapidement que le secteur exposé à la concurrence : il en est résulté un affaiblissement relatif des secteurs exposés, une bulle et un endettement dangereux des secteurs abrités ainsi qu'une détérioration des comptes courants des pays du Sud, du fait de la hausse des importations (Irlande, Grèce, Espagne). Les marchés, devant l'ampleur des déficits extérieurs et leur caractère non-vertueux, ont fini, en augmentant massivement les spreads, par imposer, après 2009, l'ajustement domestique.

c) Les excédents courants de l'Allemagne (et de la zone Euro) sont la manifestation d'un déséquilibre important.

A l'époque où le FMI avait encore quelque autorité en ce domaine et où les flux de capitaux étaient moins abondants, les déséquilibres courants (excédent ou déficit) de plus de 4% à 5% du PIB étaient considérés comme un « déséquilibre fondamental » qui exigeait rapide correction. En effet, aucun système monétaire international ne saurait durablement fonctionner dans un environnement de profonds déséquilibres : les distorsions entre pays nées d'une telle situation et les problèmes de solvabilité qui en découlent souvent menaçant, à terme, la survie du système et appelant des mesures de correction<sup>4</sup>.

d) De ce fait, une sous-évaluation significative du taux de change d'une monnaie d'un pays en fort excédent courant entraînait une réaction immédiate du FMI.

Il faut comprendre que l'existence - conjointe - de monnaies sous-évaluées et de larges excédents courants est de nature à créer et à accentuer des avantages concurrentiels induits et à introduire, de ce fait, des distorsions dans le commerce international qui rappellent les « beggar thy neighbour policies ».

Aucun système (et même le « non-système » actuel) ne saurait le tolérer longtemps.

e) On dira que la situation a changé et que l'existence de la zone monétaire Euro rend caduques toutes considérations sur les taux de change « notionnels » ou implicites de tel ou tel membre de la zone. Dans cette perspective, seul le solde courant de la zone devrait - dit-on - être pris en compte. Or, à 3-3,5%, l'excédent courant actuel de la zone Euro, serait en-dessous de la cote d'alerte.

Cet argument ne paraît pas recevable :

- S'il existe bien une Union Monétaire européenne dotée d'une monnaie unique, la responsabilité des balances des paiements reste nationale :

En effet, la clause du « no bail out » du Traité de Maastricht renvoie à chaque Etat la charge de rééquilibrer les positions insoutenables. Par conséquent, si certains membres de la zone dégagent des déséquilibres extrêmes (surplus comme déficits), c'est à eux de les corriger.

---

<sup>4</sup> Même dans un système de marchés financiers intégré, la nécessité de l'ajustement ne disparaît pas. La bienveillance des marchés dépendra, en fin de compte, de la « solvabilité fiscale » des pays débiteurs (cas des USA).

Voir J de Larosière : « The demise of the Bretton Woods system explains much of our current financial vulnerabilities » - London School of Economics January 31<sup>st</sup> 2019.

C'est si vrai que ceux des pays de la zone qui s'étaient accoutumés à enregistrer des déficits courants massifs (et « insoutenables » à terme) au début des années 2000, ont été obligés (sous la pression des hausses de spreads, et en pleine crise), de revenir à l'équilibre à partir de 2009-2010, en prenant de fortes mesures correctrices (« dévaluations internes »).

Il en résulte que la permanence d'excédents, surtout quand ils atteignent des dimensions « fondamentales » et qu'ils ne sont plus accompagnés – et expliqués – par des déficits « vertueux » de pays voisins dans la zone, appelle également des corrections symétriques du même type mais de sens opposé (« réévaluations internes ») que celles réalisées par les pays en déficit.

C'est la logique même de la « symétrie de l'ajustement », qui doit sous-tendre tout système monétaire international.

J'ajoute que le manque de confiance entre Etats membres, dû en grande partie à l'expérience passée de la divergence économique des années 2000 à 2009 ainsi qu'à la fragmentation de l'Union Bancaire, contribue à dissuader les excédents du Nord de s'investir dans le Sud et de « rééquilibrer » ainsi, par des mouvements de capitaux compensateurs, la balance des paiements de la zone. Le paradoxe de l'Union Monétaire, c'est que les excédents s'investissent en dehors de la zone !

*f) Le problème revêt une dimension internationale que l'on ne devrait pas sous-estimer.*

On l'a vu, les déséquilibres « fondamentaux » à base de taux de change « désalignés » posent problème à tout système « multilatéral ».

Si l'Allemagne n'avait pas été dans la zone Euro :

- l'excédent massif d'épargne sur investissement et les surplus courants considérables de ce pays,
- joints à la forte demande globale de bons du Trésor allemands sans risques,

auraient conduit à une appréciation marquée du DM sur les marchés.

Or, si cette force potentielle du DM n'entraîne pas l'euro à la hausse, c'est que d'autres pays de la Zone sont considérés par le marché comme relativement faibles (problèmes structurels, faible croissance, compétitivité insuffisante, endettement public élevé ...). Cette « viscosité » de l'Euro ne peut que renforcer la compétitivité de « l'Euro-DM ».

Mais cette situation de sous-appréciation du « DM virtuel » pose problème sur le plan international. Les Etats-Unis ne resteront sans doute pas passifs devant la poursuite d'une telle situation et les réactions protectionnistes contre l'Europe sont à redouter ; elles ont même été annoncées.

Raison de plus pour commencer à traiter le sujet.

*g) L'excédent d'épargne par rapport à l'investissement peut poser un réel problème<sup>5</sup>.*

Examinons la situation de l'Allemagne.

Le **graphique 2** montre comment ce pays a développé un excédent courant considérable depuis le début des années 2000.

Cet excédent a, certes, renforcé la position extérieure de l'Allemagne, mais il comporte aussi des aspects problématiques.

En effet, l'excédent d'épargne sur investissement peut venir du niveau anormalement élevé de l'épargne comme de l'insuffisance de l'investissement. Or ces deux facteurs jouent dans le cas de l'Allemagne.

Le **graphique 3** montre que le taux d'épargne allemand (29% du PIB) dépasse de beaucoup celui de la majorité des autres Etats de l'Union (24%).

Ceci se traduit, en l'occurrence, par une dépendance excessive de la croissance à l'égard des exportations. Les exportations représentent 50% du PIB allemand, contre 32% dans les autres pays de l'Union (voir **graphique 4**).

Mais cela reflète aussi une faiblesse de l'investissement.

De ce point de vue, le **graphique 5** montre que le taux d'investissement en Allemagne (21% du PIB) est particulièrement modéré si on le compare à celui des autres pays de l'Union (autour de 24%). A cet égard, **les graphiques 6 et 7** montrent que l'investissement public est faible en Allemagne. Il en est de même de l'investissement total des entreprises (12,5% du PIB contre 14% pour les autres pays).

---

<sup>5</sup> Ce paragraphe est largement inspiré de l'article de Patrick Artus - Flash Economie NATIXIS du 18 mars 2019.



Ceci est problématique pour l'avenir de la croissance potentielle de l'Allemagne, dont la démographie est déclinante.

Il faut bien comprendre l'argument démographique.

On observe généralement qu'un pays vieillissant très vite, comme l'Allemagne, a tendance à moins consommer et à épargner davantage en vue de se préparer à la retraite, puis, lorsque le moment de la retraite survient, à désépargner pour compenser la baisse des revenus encourue.

Mais cela ne veut pas dire pour autant que ce surcroît actuel d'épargne doive être nécessairement :

- extrême (8% du PIB),
- presque entièrement investi en dehors de la zone Euro,
- et s'accompagner d'un déficit d'infrastructures domestiques.

*h) L'Un mot sur les déséquilibres courants franco-allemands : les aspects structurels sont importants.*

Nous avons vu (tableau 1) que la France enregistre constamment des déficits courants.

En France – quand on la compare à l'Allemagne – on voit que la base industrielle a été frappée de façon disproportionnée par l'ouverture des frontières aux importations des pays émergents.

Le secteur manufacturier s'est considérablement affaibli : il ne représente plus que 10% du PIB, soit la moitié de la moyenne européenne, et beaucoup moins quand on compare à l'Allemagne.

Il en résulte :

- que vis-à-vis de l'Allemagne, il y a eu un « choc conjoncturel » : davantage de croissance de la demande interne en France, et poussée des exportations allemandes. D'où la détérioration de la balance des paiements française avec l'Allemagne ;

- mais qu'il y a eu – plus fondamentalement – un « choc structurel » ; parce que la base industrielle de la France s'est affaiblie (du fait du poids des prélèvements obligatoires, de la rigidité du marché du travail et de l'étroitesse des marges des entreprises), le rééquilibrage entre les deux pays ne peut plus être assuré par une simple correction du « policy mix ». Toute politique de stimulation de la demande par la France se traduirait aussitôt par une hausse des importations (du fait de l'inélasticité du secteur manufacturier trop affaibli).

Les déséquilibres courants entre les deux pays ne peuvent donc que perdurer ou s'aggraver, faute d'une véritable politique de l'offre en France.

#### IV – Que faire ?

On pourrait être tenté de dire aux pays périphériques : « Vous n'avez pas encore réalisé une baisse suffisante de vos coûts. S'il est vrai que "l'Euro allemand" est sous-évalué de 15 à 20%, il vous appartient d'accentuer vos efforts et de réduire vos coûts d'environ 20% » (par une inflation annuelle inférieure de 2 points de pourcentage par rapport aux coûts allemands pendant 10 ans).

Ce langage a pu, à juste titre, être tenu à l'époque où les coûts du Sud (notamment salariaux) caracolaient bien au-dessus des coûts des pays du Nord et que les comptes courants du Sud accusaient de forts déficits.

Mais, aujourd'hui, cette prescription ne semble plus de mise :

- Comme on l'a vu précédemment, pratiquement tous les pays du Sud Européen (sauf la Grèce) ont regagné l'équilibre ou le surplus de leurs comptes courants (grâce notamment à l'amélioration de leur compétitivité et à la modération des coûts salariaux). En termes de flux, la situation s'est donc normalisée.
- Au nom de quelle logique économique faudrait-il leur imposer 10 ans d'austérité supplémentaires pour regagner exactement le niveau des coûts allemands, ce qui renforcerait encore davantage l'excédent courant de la zone Euro et réduirait sa croissance ? C'est là que le bât blesse et qu'il faut s'efforcer de penser juste.

Que les pays périphériques doivent poursuivre – ou intensifier – les réformes structurelles, c'est évident. Il ne faut pas oublier non plus que, dans la mesure où les stocks de dettes accumulées sont le résultat des déviations passées, ils doivent aussi être graduellement réduits. Mais cette réduction de l'endettement extérieur à des niveaux soutenables ne saurait être effectuée que sur très longue période, sous peine de provoquer un ralentissement excessif de la demande et de compromettre par là même le processus de normalisation financière<sup>6</sup>.

En tout état de cause, il ne semblerait pas justifié de demander à ces pays dix ans de dévaluations internes additionnelles, pour aligner leurs coûts et leur endettement sur ceux des pays en « excédent fondamental »<sup>7</sup> qui ne sauraient être considérés, de ce point de vue, comme des modèles à reproduire. L'effort doit être lissé et partagé. Sans quoi, gare aux réactions « populistes ».

Il résulte de cette réflexion que les auteurs principaux des excédents courants en Europe doivent contribuer, eux aussi, au rééquilibrage de la balance globale de la zone. Quelques pistes d'action peuvent être suggérées :

- l'engagement d'augmenter les dépenses publiques d'infrastructures en Allemagne (dépenses trop longtemps retardées)<sup>8</sup> ;
- un partage plus équitable des responsabilités en matière de défense et de sécurité européenne commune : une nouvelle donne avec une répartition des charges plus adéquate est aujourd'hui nécessaire ;
- la mise en œuvre rapide des dispositifs de solidarité financière de l'Union Bancaire.

\*

\* \*

---

<sup>6</sup> Les déséquilibres en termes de stocks de dettes accumulées ne sont pas justiciables du même rythme d'ajustement que les déséquilibres de flux. En effet, la « réparation » réalisée des équilibres de flux rassure les marchés, alors que dans un environnement de bas taux d'intérêts, on peut justifier un étalement prolongé de la correction des stocks de dettes.

<sup>7</sup> Voir article du CEPII déjà cité : « Déséquilibres des balances courantes de la zone Euro. Où en est-on ? ». Je relève cette phrase page 56 : « S'opérant dans un environnement d'inflation faible en zone Euro, la baisse des prix relatifs du secteur abrité fait peser un risque déflationniste ».

<sup>8</sup> Les excédents budgétaires allemands réalisés depuis quelques années ont ramené l'endettement public au niveau de 60% du PIB, limite fixée par le Traité de Maastricht.

## Conclusion.

Tout le monde sait que, dans une Union Monétaire, les politiques économiques nationales affectent les autres Etats membres, ainsi que l'Union dans son ensemble.

C'est la raison pour laquelle la coordination des politiques économiques est indispensable.

Il est honnête de reconnaître que cette coordination des politiques macro-économiques a failli jusqu'à la crise souveraine de 2009-2010.

D'où, entre autres réformes, l'instauration de la MIP (« Major Imbalance Procedure ») en 2011-2012.

En près de dix ans d'application, l'Union Européenne a identifié un grand nombre de pays affectés d'un large déséquilibre.

Mais force est de constater que l'Union n'a jamais invoqué l'application de mesures correctrices.

Il ne s'agit pas de critiquer les pays en excédent, mais de montrer que les déséquilibres actuels sont le symptôme de problèmes plus profonds et qu'ils risquent, en perdurant, de conduire à des impasses et à des tensions graves.

Ce serait une erreur de croire que les déséquilibres peuvent subsister à l'infini, et que la fluidité des capitaux sera toujours là pour résoudre le problème. N'oublions pas la contrainte de la solvabilité qui limite, en fait, la capacité des pays à générer des déficits prolongés. Mais n'oublions pas, non plus, la contrainte de l'acceptabilité extérieure d'excédents massifs et durables (cf **graphique 8**).

De fait, dans une zone monétaire qui a choisi de gérer les balances des paiements sur le plan national, l'apparition de déséquilibres courants à l'intérieur de la zone Euro pose un sérieux problème d'ajustement macro-économique. On ne saurait rester passifs face à cette situation. De ce point de vue, l'absence actuelle de réaction au titre de la procédure des déséquilibres structurels excessifs paraît difficile à justifier<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Cette procédure englobe désormais, comme il convient, les déséquilibres de balance des paiements courants. Mais la décision de ne mettre en œuvre la procédure que lorsque les excédents courants dépassent 6% du PIB pendant au moins deux années consécutives ne paraît pas évidente.

La survie de la zone Euro appelle des ajustements plus symétriques, ce qui ne saurait que favoriser le retour de la confiance et la croissance.

Evidemment, le problème traité dans la présente étude se révèle d'autant plus aigu que la circulation des capitaux au sein de la zone est, en fait, bloquée.

Si les capitaux émanant des pays excédentaires étaient canalisés vers les pays déficitaires pour y financer des investissements « vertueux », la situation serait, en effet, très différente :

- à court terme, on verrait une hausse du niveau de l'investissement européen ;
- à plus long terme, on a calculé que la croissance potentielle de la zone euro pourrait augmenter de 0,3 points de pourcentage par an<sup>10</sup>.

« En d'autres termes, si la zone Euro était une véritable Union Monétaire, les excédents d'épargne allemands seraient moins un problème, parce qu'ils financeraient les investissements dans le reste de la zone et n'affaibliraient pas sa croissance économique »

(Patrick Artus).

*Jacques de Larosière*

*P.J. Graphiques 1 à 8.*

---

<sup>10</sup> La « perte » d'investissement due à la fuite hors de la zone des capitaux excédentaires représente une réduction de 1 point de pourcentage du capital accumulé par an (soit, du fait de l'élasticité PIB / capital de 0,3, une diminution de la croissance potentielle de 0,3% par an).

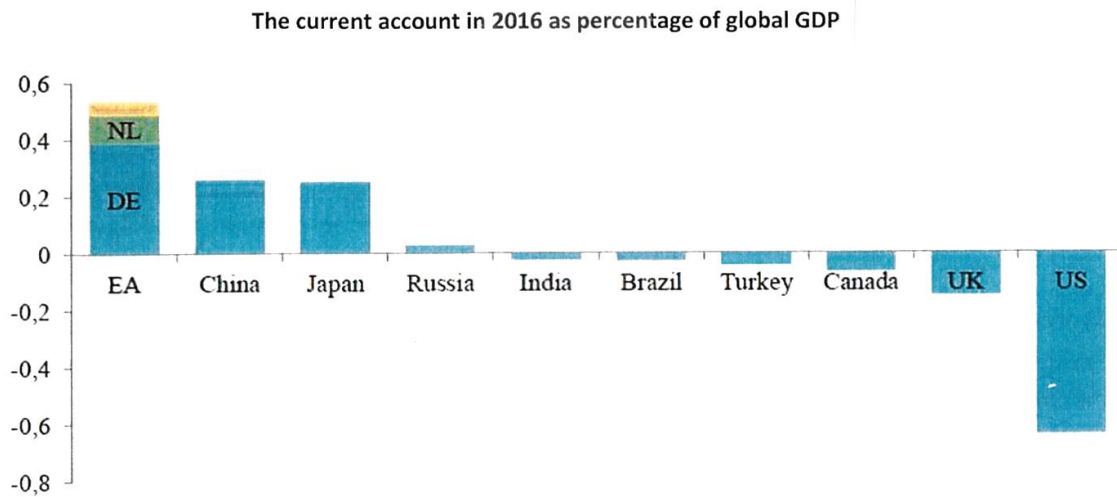
## **Bibliographie.**

- **Banque de France 1990**  
« L'impact des transferts internes nationaux sur les déséquilibres extérieurs ».  
*Joachim Oliveira Martins et Dominique Plihon*
  
- **T. Guyon 2008**  
« Faut-il s'inquiéter des déséquilibres de balances des paiements courants en union monétaire ? » - Economic previsions.
  
- **CEPII 2015**  
« Déséquilibres des balances des paiements de la zone Euro. Où en est-on ? ».  
*Sophie Piton*
  
- **CEPII Février 2018**  
« La déplaisante arithmétique des déséquilibres de la zone Euro ».  
*Guillaume Gaulier et Vincent Vicard*
  
- **BCE Juin 2018**  
Occasional paper Series N°211  
« Macroeconomic imbalances in the euro area. Where do we stand ? » .  
*Par Beatrice Pierluigi et David Sondermann*
  
- **Jacques de Larosière 31 janvier 2019**  
LSE (London) : « The demise of the Bretton Woods system explains much of the current financial vulnerabilities »
  
- **Patrick Artus 18 mars 2019**  
Flash Economie Natixis  
« On ne peut être optimiste au sujet des pays qui ont un excédent d'épargne sur l'investissement. Le cas de l'Allemagne ».

\*

\* \*

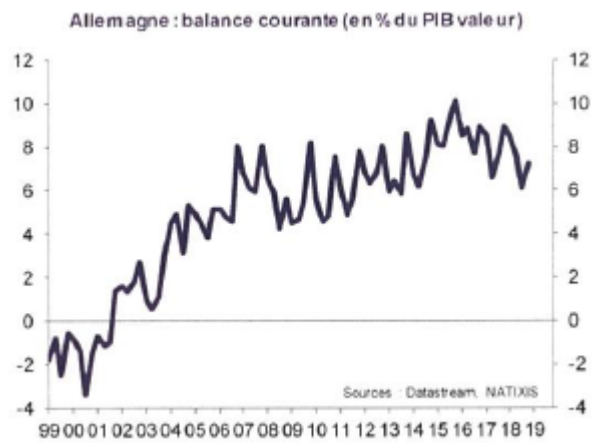
## Graphique 1



Source: Calculations based on IMF Data Mapped

Le surplus courant européen domine la scène mondiale

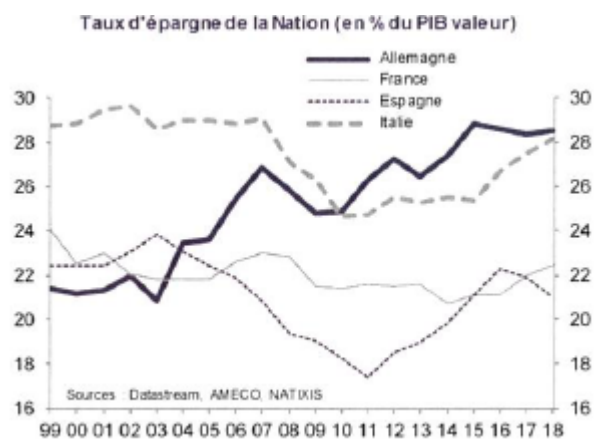
## Graphique 2



Allemagne : excédent massif d'épargne sur l'investissement

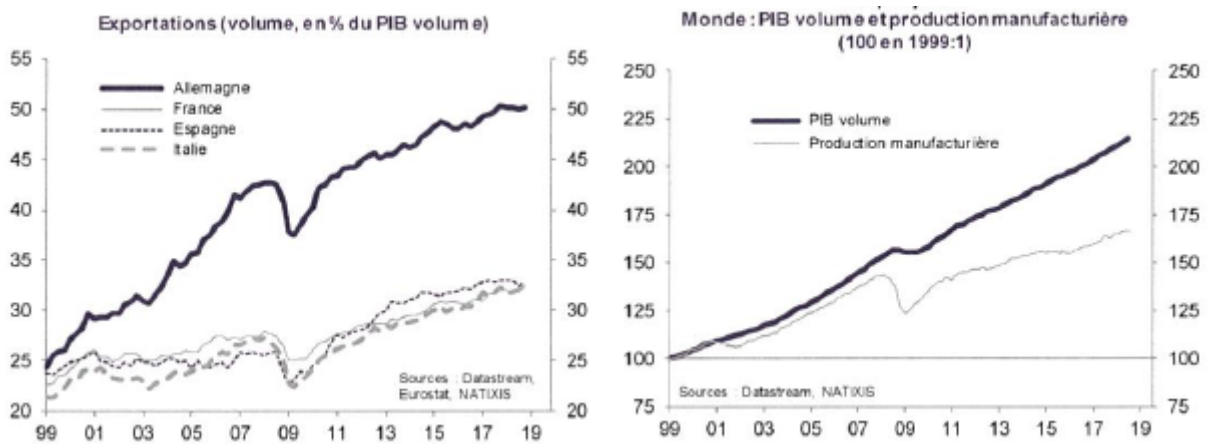


### Graphique 3



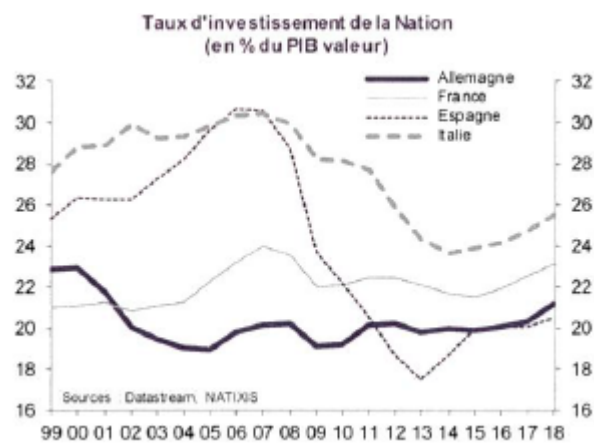
Allemagne : niveau anormalement élevé de l'épargne

## Graphique 4



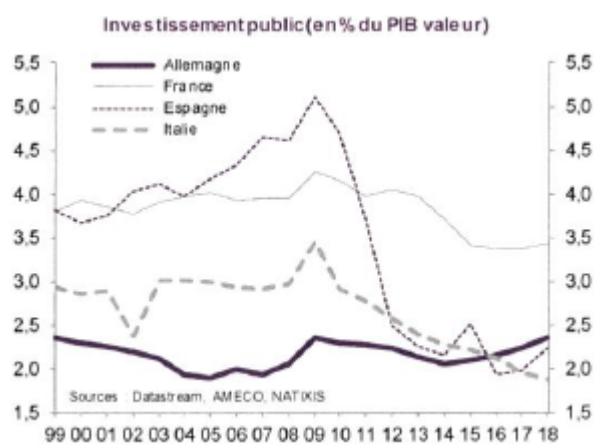
Allemagne : dépendance vis-à-vis des exportations

## Graphique 5



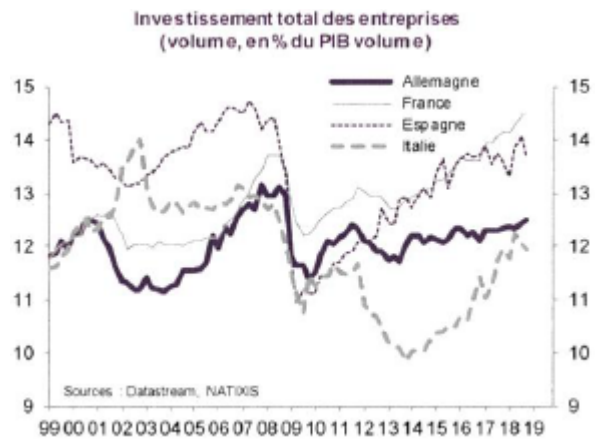
Allemagne : faiblesse du taux d'investissement de la nation

## Graphique 6



Allemagne : faiblesse de l'investissement public

## Graphique 7



Allemagne : faiblesse de l'investissement total des entreprises

## Graphique 8



Malgré l'accumulation d'actifs extérieurs, l'Allemagne ne connaît pas une appréciation réelle  
de son taux de change du fait de son appartenance à l'Euro

\*  
\* \*