

Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux

Otmar ISSING

Membre du Directoire

Banque centrale européenne

L'expression « déséquilibres mondiaux » fait florès ces derniers temps. Elle couvre un large éventail de phénomènes économiques à l'œuvre à l'échelle de la planète et a été à l'ordre du jour de pratiquement tous les forums internationaux ces dernières années. La plupart des responsables de la politique économique pensent de conserve que les déséquilibres mondiaux constituent aujourd'hui l'un des défis majeurs au niveau international et une menace importante pour la stabilité économique et financière dans le monde. Ils sont peu nombreux, en revanche, à partager une vision précise de ce qui constitue ces déséquilibres. Le phénomène tient en partie aux importants déséquilibres commerciaux avec un pays, les États-Unis, qui enregistre des déficits élevés, et croissants, du compte des transactions courantes, tandis que d'autres, essentiellement les pays asiatiques et les pays exportateurs de pétrole, dégagent des excédents tout aussi élevés. Les déséquilibres proviennent également de la sphère financière, dans la mesure où d'importants flux de capitaux internationaux se sont orientés, et continuent de se diriger, vers les États-Unis afin de permettre à ce pays de financer ses déficits des transactions courantes. L'ampleur de ces déséquilibres a pris des proportions préoccupantes au cours des dernières années, le déficit courant américain, et les flux de capitaux correspondants, atteignant 700 à 800 milliards de dollars en 2005, soit plus de 6 % du PIB américain. Ces facteurs constituent à l'évidence un risque pour la stabilité macroéconomique et financière mondiale, qui doit être surveillé étroitement par les responsables de la politique économique.

Mais comment les autorités compétentes doivent-elles relever ce défi ? Il convient de reconnaître que, si la plupart des responsables partagent de sérieuses

préoccupations quant à la situation actuelle, des divergences substantielles existent entre eux quant aux causes sous-jacentes et aux mesures devant être prises. Globalement, les responsables divergent sur deux points fondamentaux. Le premier point est la question de savoir si les déséquilibres mondiaux actuels résultent de mauvaises politiques macroéconomiques ou s'ils ne sont qu'une conséquence, induite par les marchés, de décisions libres et conscientes des opérateurs de marché face aux fondamentaux économiques.

La question est importante, car elle détermine, ou du moins influence, ce que sera le mécanisme d'ajustement des déséquilibres. Si la structure actuelle des flux commerciaux et de capitaux résulte essentiellement des fondamentaux économiques, il est probable que le mécanisme d'ajustement s'exerce fondamentalement par le biais de variations de prix et de quantités reflétant les décisions et les préférences des opérateurs de marché. Il semble même contradictoire, du point de vue sémantique, de qualifier les flux commerciaux et de capitaux actuels de « déséquilibre » s'ils traduisent principalement les relations sur les marchés. Dans ce cas, les déséquilibres refléteraient plutôt un équilibre induit par les marchés et seraient un résultat parfaitement « équilibré », la politique n'ayant nullement influencé la structure existante des flux mondiaux au titre des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux.

En fait, une large palette de facteurs économiques déterminent le solde des transactions courantes d'un pays. Les évolutions en termes de productivité et de démographie ainsi que la pyramide des âges d'un pays, en plus de préférences temporelles, sont autant de facteurs influençant fortement le solde des transactions courantes d'un pays et susceptibles

NB : Je remercie Marcel Fratzscher pour sa précieuse contribution.

d'entraîner, à terme, d'importantes variations de ses comptes extérieurs. Ces facteurs déterminent donc ce que le solde des transactions courantes naturel, ou « équilibré », d'un pays devrait être. Toutefois, un processus dicté par le marché peut entraîner une « surréaction », c'est-à-dire une situation dans laquelle les prix et quantités en vigueur, l'offre et la demande, ne peuvent se maintenir aux niveaux observés sans accroître le risque de brusques variations des flux commerciaux et financiers. Un point important sur lequel la plupart des observateurs s'accordent est le fait que le déficit courant élevé des États-Unis, et les excédents correspondants enregistrés ailleurs dans le monde, devront, à un certain moment, être réduits fortement, même si le calendrier exact du nécessaire ajustement ne peut être fixé avec certitude. La principale préoccupation, de ce fait, tient à la nature du processus d'ajustement. La crainte existe qu'un ajustement déterminé par les seules forces du marché ne s'opère brusquement et n'exerce des effets néfastes importants sur la croissance économique mondiale et la stabilité financière. La politique peut donc jouer un rôle important de prévention d'une « surréaction » des marchés, ou à tout le moins lui revient-il d'adoucir le processus d'ajustement et de veiller à ce qu'il n'emprunte une voie brutale, dommageable pour l'économie mondiale. La politique ne serait donc pas à l'origine des déséquilibres, mais pourrait jouer un rôle important dans leur résorption.

Si, en revanche, les déséquilibres mondiaux sont dus à de mauvaises politiques macroéconomiques, il semble évident que les agents économiques privés sont susceptibles d'avoir réagi de façon appropriée, selon leurs préférences individuelles, les déséquilibres sur les marchés reflétant strictement les mesures politiques.

Dans les deux cas, que les déséquilibres d'aujourd'hui soient le résultat de phénomènes à l'œuvre sur les marchés ou proviennent essentiellement de décisions politiques, la question fondamentale est de savoir ce que les responsables de la politique économique doivent faire et quelles mesures doivent être prises pour résorber ces déséquilibres mondiaux. La menace que constituent les déséquilibres mondiaux concerne clairement chaque acteur de l'économie globalisée. Toutes les parties prenantes doivent, par conséquent, prendre part à la résolution de ce problème. Les derniers communiqués du G 7 ont tous souligné la responsabilité partagée face aux déséquilibres mondiaux. Les communiqués ont mis en particulier

trois éléments à l'avant-plan : des politiques visant à accroître l'épargne privée et publique aux États-Unis, une plus grande flexibilité des cours de change en Asie et davantage de réformes structurelles en Europe pour une croissance plus forte.

Parmi ces politiques, certaines sont à coup sûr plus importantes que d'autres et les différences d'appréciation entre les responsables de la politique économique, les universitaires et certains autres observateurs ont trait au dosage adéquat de ces politiques et à ce que l'on peut attendre des contributions des diverses démarches politiques en vue d'un règlement ordonné des déséquilibres mondiaux actuels. Il n'existe certainement pas un facteur unique expliquant les déséquilibres existants ou y apportant une solution, et un ensemble de politiques doivent être appliquées, mais il importe cependant de comprendre quels canaux comptent plus que d'autres.

Cet article a donc pour objectif d'évaluer l'importance relative de ces politiques, en prenant en compte en particulier les éléments fournis par les études analytiques. Cet article passe en revue les facteurs à l'œuvre ainsi que les mécanismes d'ajustement. Il s'appuie volontairement sur une large gamme de considérations et adopte une perspective de long terme, n'analysant pas seulement les évolutions de ces trois dernières années, mais étudiant également les tendances lourdes en termes de déséquilibres mondiaux au cours de la décennie écoulée.

I | Quelques caractéristiques des déséquilibres des comptes courants

Le compte de transactions courantes des États-Unis est le principal élément des déséquilibres mondiaux des flux commerciaux et de capitaux. Il a enregistré un déficit de quelque 5,7 % du PIB en 2004, qui devrait atteindre 700 à 800 milliards de dollars en 2005, soit au moins 6 % du PIB. Le graphique 1 présente une ventilation géographique des contreparties du déficit courant américain depuis 1990. La première caractéristique intéressante est la forte dégradation du déficit courant des États-Unis, qui était presque nul en 1991 et s'est creusé de manière pratiquement continue pour atteindre un nouveau record en 2005.

Un deuxième élément important à noter est que les contreparties du déficit courant américain étaient, initialement, surtout des pays asiatiques. Le Japon, la Chine et certains pays asiatiques émergents ont enregistré de substantiels surplus de leur compte courant depuis la crise asiatique de 1997-1998. Ces surplus ont atteint près de 400 milliards de dollars en 2005. Plus récemment, dans un environnement marqué par la hausse des cours du pétrole, les pays producteurs de pétrole sont également devenus exportateurs nets et devraient comptabiliser des excédents courants de quelque 350 milliards de dollars en 2005. Enfin, la zone euro a, quant à elle, le plus souvent enregistré un léger surplus courant ces quinze dernières années, ce qui correspond parfaitement au fait que la zone euro est l'une des économies les plus riches et les plus productives du monde, dont la structure démographique requiert une épargne nette à moyen terme. Il convient, par conséquent, de signaler que la zone euro n'a pas réellement contribué à l'accumulation des déséquilibres actuels sur les vingt dernières années (cf. graphique 1).

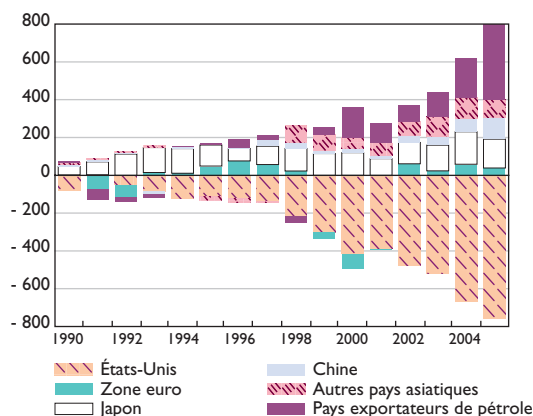
Les contreparties des déséquilibres des comptes courants dans le monde sont les flux de capitaux

sur les comptes financiers des balances de paiements. Ce n'est pas seulement l'ampleur des déséquilibres courants qui importe, mais aussi la façon dont ils sont financés. Le graphique 2 montre, pour la période comprise entre 1990 et 2004, la composition des flux nets à destination des États-Unis qui ont permis à ce pays de financer le déficit de son compte de transactions courantes. Le fait marquant de ces flux de financement est qu'ils ont été, ces dernières années, largement dominés par des placements à revenu fixe, c'est-à-dire des investissements de portefeuille en obligations. Ces entrées nettes considérables sous la forme de titres de créance reflètent largement l'accumulation de réserves par les banques centrales étrangères, évoquée plus loin dans cet article. De plus, il est intéressant de noter que les États-Unis ont été un exportateur net d'IDE (investissements directs à l'étranger) et même d'investissements en actions.

Les parties suivantes analysent successivement le rôle des politiques macroéconomiques aux États-Unis et la portée de la « surabondance » d'épargne mondiale, l'importance des politiques de change en Asie et les réformes structurelles en Europe.

Graphique 1 Soldes courants de certaines économies

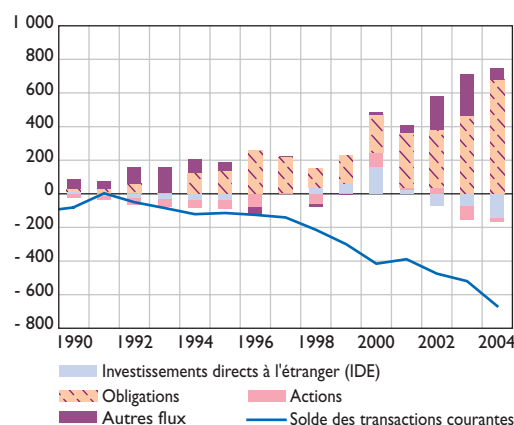
(en milliards de dollars)



Source : Bureau américain d'analyse économique (BEA) et calculs de la BCE

Graphique 2 Financement du compte courant américain (ventilation par instruments)

(en milliards de dollars)



Source : BRI

2| Le rôle des politiques macroéconomiques

Plusieurs politiques macroéconomiques ont joué un rôle crucial dans l'accumulation, au niveau mondial, des déséquilibres financiers et des comptes courants au cours des dernières décennies.

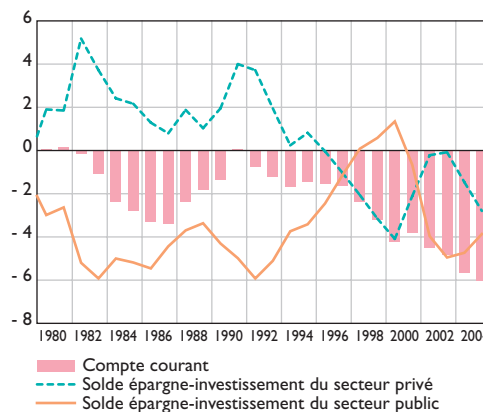
2| I Les déséquilibres épargne-investissement dans les secteurs privé et public et la productivité

L'excédent ou le déficit du compte courant d'un pays est, par définition, la différence entre l'épargne et les investissements des secteurs et des entreprises publics et privés. Un élément important de toute analyse des déséquilibres mondiaux est donc de savoir si des variations sensibles des composantes sous-jacentes du ratio épargne-investissement peuvent être observées et de s'interroger sur les facteurs à l'origine de ces évolutions.

Le graphique 3 montre qu'un élément frappant des évolutions macroéconomiques aux États-Unis ces vingt-cinq dernières années a été le recul plus ou moins constant du solde épargne-investissement dans le *secteur privé*. Plus précisément, si l'investissement privé américain s'est maintenu autour de 15 à 20 % du PIB, en suivant les évolutions du cycle économique, l'épargne privée nette s'est réduite de façon significative, revenant d'environ 8 % du PIB au début des années quatre-vingt à moins de 2 % en 2005¹. Alors que le solde épargne-investissement privé tend généralement à s'améliorer en période de récession, il est demeuré négatif lors du ralentissement conjoncturel observé entre 2001 et 2003. Le déséquilibre épargne-investissement privé aux États-Unis explique donc l'aggravation presque constante, jusqu'à plus de 6 % du PIB en 2005, du déficit du compte courant ces quinze dernières années. En volume, les États-Unis sont devenus de loin le plus grand débiteur net du monde, l'encours net de ses engagements vis-à-vis du reste du monde s'établissant entre 20 et 25 % du PIB américain.

Graphique 3 États-Unis : compte courant et solde épargne-investissement

(en % du PIB)



Note : Les données pour 2005 sont des projections.

Sources : BEA, Perspectives économique mondiale du FMI ; calculs de la BCE

Pourquoi l'épargne privée américaine s'est-elle contractée si fortement, pour revenir à un niveau aussi bas, au cours de la décennie écoulée ? On distingue, en principe, deux corpus d'explications. Le premier se fonde sur l'argument selon lequel ce recul est un « phénomène d'équilibre », qui s'explique par des perspectives durablement positives pour l'économie américaine, dont il ressort que les décisions du secteur privé entraînant un déficit élevé du compte courant peuvent être parfaitement rationnelles. Selon la seconde série d'arguments, cette contraction serait essentiellement liée aux décisions politiques. Par conséquent, le phénomène observé actuellement d'une faible épargne en termes nets ne serait que temporaire et devrait être inversé à moyen ou à long terme grâce à de nouvelles orientations politiques.

Il existe, à l'appui du premier argument, plusieurs indications selon lesquelles les évolutions structurelles de l'économie américaine dans les années quatre-vingt-dix seraient, en partie, à l'origine des hausses des déficits courants conformes aux fondamentaux de l'économie américaine. Une étude de la BCE (Bussière, Fratzscher et Müller, 2004) a conclu que le déficit courant structurel que les États-Unis peuvent s'autoriser en termes de solvabilité (c'est-à-dire soutenable à moyen terme et pouvant être financé grâce à une hausse du revenu permanent) est plus important que pour la plupart des autres

¹ La définition de l'épargne nette retenue ici exclut la consommation de capital fixe.

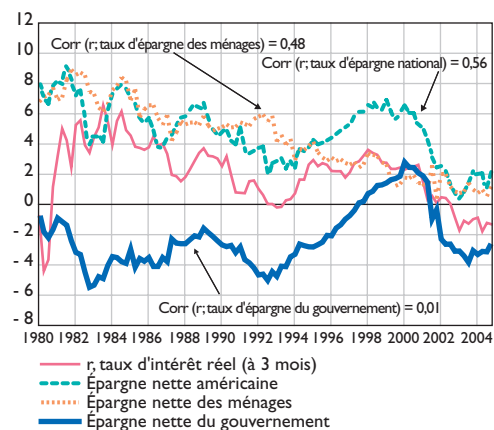
économies développées. En particulier, d'un point de vue intertemporel, une hausse temporaire du déficit courant peut être justifiée si un pays enregistre une croissance supérieure à celle de ses principaux partenaires commerciaux. Un choc positif de la productivité, spécifique à un pays, augmente le revenu permanent des ménages et des entreprises, et induit une augmentation immédiate de la consommation privée et une baisse de l'épargne. L'accroissement de la productivité entraîne une hausse du rendement des investissements, qui attirent à leur tour les capitaux étrangers et permettent à un pays dans une telle situation de financer son déficit courant.

Plusieurs travaux universitaires ont montré l'importance de la productivité pour expliquer les évolutions des soldes courants. Il est difficile de dire dans quelle mesure le déficit du compte courant américain peut s'expliquer par l'augmentation de la productivité et l'accélération de la croissance aux États-Unis. Les conclusions empiriques des travaux majeurs conduits par Glick et Rogoff (1995) signalent cependant qu'une hausse de 1 % de la productivité spécifique d'un pays réduit le solde du compte de transactions courantes de 0,15 % du PIB. Globalement, étant donné que la croissance de la productivité est sensiblement plus rapide aux États-Unis que chez nombre de ses partenaires commerciaux, cette élasticité suggère qu'environ un tiers du déficit courant des États-Unis peut s'expliquer par la hausse plus rapide de la production.

Pour les tenants de la seconde explication, les décisions politiques ont pu contribuer au recul de l'épargne américaine et à la hausse, en particulier, de la consommation privée. Ces évolutions peuvent avoir participé, in fine, à l'accumulation des déséquilibres mondiaux actuels. Le graphique 4 propose une comparaison de l'évolution du taux d'épargne net et des taux d'intérêt réels à court terme aux États-Unis. L'évolution des courbes des deux séries est très proche, avec un coefficient de corrélation de 0,56, ce qui suggère que le recul des taux d'épargne au cours de la décennie écoulée peut être lié à la baisse des taux d'intérêt réels, qui sont, par ailleurs, devenus négatifs ces dernières années. Le graphique 4 montre également le taux d'épargne des ménages et le taux d'épargne net des administrations publiques. Le coefficient de corrélation de 0,48 entre l'épargne des ménages et les taux d'intérêt réels entre 1980 et 2004 est élevé, même s'il a été plus bas dans la dernière décennie. Il semble donc bien que la baisse des taux

Graphique 4 États-Unis : taux d'intérêt réel et épargne

(taux d'intérêt en % et épargne en % du PIB)



Note : Les dernières données datent du troisième trimestre 2004.

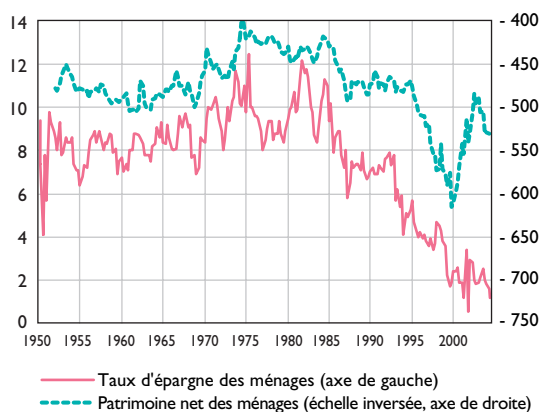
Sources : BEA, BRI ; calculs de la BCE

d'intérêt réels américains peut, du moins partiellement, avoir contribué à la contraction de l'épargne privée, et donc à la hausse du déficit courant américain, même s'il convient de souligner que de nombreux autres facteurs influencent l'évolution de l'épargne privée et qu'il est difficile, en pratique, d'identifier les véritables liens de causalité entre les taux d'intérêt et l'épargne privée. En outre, les répercussions limitées des prix à l'importation sur l'inflation américaine n'ont pas freiné la hausse du déficit courant ces dernières années, malgré la dépréciation du dollar par rapport à plusieurs autres monnaies.

Une possible explication, qui y est étroitement liée, de l'important déficit courant américain a trait aux bulles des prix d'actifs. La fin des années quatre-vingt-dix et le début des années deux mille ont été caractérisés par une envolée sans précédent des marchés boursiers mondiaux, dans le sillage des marchés américains en particulier. La hausse importante des marchés boursiers a entraîné de substantiels effets de richesse, le gonflement du patrimoine des ménages associé aux portefeuilles d'actions contribuant notamment à l'augmentation de la consommation privée et à la diminution de l'épargne. Certains observateurs, à l'instar de Kraay et Ventura (2005), ont émis l'hypothèse que cette évolution a, à son tour, probablement joué un rôle important dans la progression du déficit courant américain au cours de ces années, c'est-à-dire une période pendant laquelle la forte aggravation du déficit commercial américain

Graphique 5 Épargne et patrimoine net des ménages américains

(en % du revenu disponible des ménages)



Note : Les dernières données datent du troisième trimestre 2004.

Source : Global Insight

a totalement résulté de la forte dégradation du déficit épargne-investissement privé. Au cours des dernières années, depuis l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés boursiers en 2000, le marché de l'immobilier résidentiel américain a enregistré de sensibles hausses des prix. Des effets de richesse semblables à ceux du début de l'envolée des cours boursiers ont donc peut-être contribué au faible taux d'épargne privée de ces dernières années.

Le graphique 5 illustre l'étroite corrélation entre le patrimoine net et le taux d'épargne des ménages aux États-Unis. L'évolution marquante est la forte augmentation du patrimoine net des ménages après 1995 (N.B. : l'échelle du patrimoine net des ménages est inversée dans le graphique) conjuguée au net recul de l'épargne des ménages. Même après l'éclatement de la bulle boursière en 2000, le taux d'épargne des ménages s'est à peine redressé, pour diminuer à nouveau, à partir de 2002, dans le contexte de la surchauffe du marché immobilier.

2|2 Le rôle de la politique budgétaire

Un autre facteur, qui peut être essentiel pour comprendre la raison du faible taux d'épargne aux États-Unis, est la politique budgétaire. Ces dernières années, l'attention s'est beaucoup portée sur le rôle de la politique budgétaire américaine en tant que cause et explication de l'augmentation

du déficit courant américain, et plus généralement des déséquilibres mondiaux. Le déficit budgétaire américain s'est élevé à environ 4 % du PIB en 2004, alors que le ratio épargne-investissement privé enregistrait un déficit à hauteur de 1 % du PIB. D'un point de vue purement comptable, le déficit budgétaire américain semble donc être un élément essentiel du déficit courant persistant. Dans une perspective de long terme, toutefois, certains éléments expliquent pourquoi le déficit budgétaire est peut-être moins important que ne le suggère cette vision purement comptable.

Le graphique 3 montre qu'il n'y a généralement pas eu de relation positive entre le compte courant et le solde budgétaire aux États-Unis au cours des vingt-cinq dernières années. En fait, pendant de nombreuses périodes, une relation *négative* a été constatée, comme tout au long des années quatre-vingt et dans la plus grande partie des années quatre-vingt-dix. Le déficit budgétaire américain s'élevait à 5-6 % du PIB au début des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, soit des niveaux supérieurs aux niveaux actuels, alors que le compte des transactions courantes des États-Unis était à peu près à l'équilibre, voire en léger excédent. Les années quatre-vingt-dix sont particulièrement intéressantes dans la mesure où le compte courant américain s'est dégradé continuellement parallèlement à une amélioration notable du solde budgétaire.

Un très large consensus se dégage en effet des études empiriques et dans la littérature universitaire autour de l'idée selon laquelle la relation entre les soldes budgétaires et les soldes de transactions courantes est relativement faible, pour les États-Unis et pour un grand nombre de pays. Le tableau 1 présente les conclusions empiriques de nombreuses études analytiques sur cette question. On peut voir que la plupart des études empiriques révèlent des élasticités entre soldes budgétaires et soldes des transactions courantes d'environ 0-0,3. Dans le cas des États-Unis, cela suggère que le net retournement — de plus de 4 points de pourcentage — du déficit budgétaire, entre 2001 et 2004, a contribué à hauteur de 0 à 1,2 point de pourcentage au déficit du compte courant sur cette période. Le déficit courant s'est en fait détérioré de quelque 2,2 points de pourcentage, passant d'environ 3,8 % en 2000 à quelque 6 % en 2005. L'augmentation du déficit budgétaire a donc pu jouer un rôle dans l'aggravation du déficit

Tableau I : Synthèse des travaux universitaires – Incidence sur le compte courant d’une augmentation d’un point de pourcentage du solde budgétaire

Contributions empiriques		
Étude	Échantillon et méthodologie	Résultat (a)
Summers, 1986	États-Unis, 1950-1985, modèles à une équation	0,25
Bernheim, 1988	États-Unis, Royaume-Uni, Canada et Allemagne, modèles à une équation	0,33 pour les États-Unis
Roubini, 1988	18 pays de l’OCDE, 1961-1985, modèles à une équation	0,14 (Canada) à 0,60 (États-Unis)
Dewald et Ulan, 1990	Comme Roubini (1988) pour les États-Unis	0
Miller et Russek, 1989	États-Unis, données trimestrielles, 1971-1987, MCO et co-intégration	1 ou 0 (selon la méthodologie)
Enders et Lee, 1990	États-Unis, données trimestrielles 1947-1987, VAR	0
Evans, 1990	G7, données trimestrielles et annuelles, 1973-1988 et autres échantillons temporels	0
Normandin, 1994	États-Unis et Canada, données trimestrielles 1970-1993	0-1 pour le Canada, 0 pour les États-Unis
Chinn et Prasad, 2000	18 pays industrialisés, 1971-1995, régressions en panel	0,13 à 0,34 (selon la spécification)
Piersanti, 2000	17 pays de l’OCDE, 1970-1997, MMG	0,16 en moyenne pour les pays du G7, 0,25 pour les États-Unis
Kim et Roubini, 2003	États-Unis, données trimestrielles, 1973-2002, VAR	<0
Bussière, Fratzscher et Müller, 2005	Pays du G7 et de l’OCDE, 1960-2003	0,10 pour le G7, 0,07 pour l’OCDE
Kennedy et Slok, 2005	13 pays de l’OCDE, 1982-2003, régressions en panel	0,08 à 0,33 (selon la spécification)
Contributions théoriques comportant des simulations		
Baxter, 1995	CER	0,5
Kollman, 1998	CER	0
Erceg, Guerrieri et Gust, 2005	MESDG	0,2

(a) en points de %

Source : Bussière, Fratzscher et Müller (2005), tableau A.1

courant américain ces dernières années. Mais le message clé des données disponibles est que la politique budgétaire n’explique qu’une partie limitée du déficit courant actuel.

Pourquoi le lien entre politique budgétaire et solde des transactions courantes a-t-il été, historiquement, si distendu ? Un concept central fréquemment évoqué est celui de *l’équivalence de Ricardo*. Selon ce concept, en principe, une variation du solde budgétaire ne devrait avoir aucune incidence sur le solde des transactions courantes, car elle entraîne un ajustement égal de l’épargne nette du secteur privé. Ainsi, à une augmentation du déficit budgétaire devrait correspondre une hausse équivalente et simultanée de l’épargne privée nette, car les agents économiques, adoptant une perspective intertemporelle, anticipent

le fait que l’accroissement des déficits budgétaires, à un certain moment, entraînera plus tard un relèvement de la fiscalité. De façon empirique, de nombreuses études confirment partiellement la théorie de Ricardo pour le secteur privé, même si la possibilité de reporter la charge fiscale sur les générations futures, les tensions liées notamment aux phénomènes d’habitude et les contraintes de liquidité autorisent des déviations par rapport à l’équivalence ricardienne. Le graphique 3 illustre cette relation négative entre le solde épargne-investissement privé et le déficit budgétaire aux États-Unis, qui ont évolué dans des directions opposées depuis 1980.

Dans l’ensemble, si l’élasticité de 0,3 entre la politique budgétaire et le compte courant se vérifiait aux États-Unis, cela signifierait que 20 % au maximum,

peut-être moins, du déficit courant actuel, de 6 % du PIB, s'expliqueraient par le déficit budgétaire. Il convient évidemment de souligner qu'il s'agit là d'une approximation grossière basée sur l'hypothèse d'une élasticité constante de 0,3, alors que, dans le cas d'une élasticité inférieure, le déficit budgétaire ne justifierait qu'une part encore plus réduite du déficit courant. Il semble toutefois y avoir eu une certaine corrélation positive entre le solde budgétaire américain et le compte courant entre 2001 et 2004, les deux soldes se détériorant de conserve durant cette période. De plus, l'épargne privée nette semble avoir réagi un peu plus faiblement à la forte augmentation du déficit budgétaire au cours de cette période. Toutefois, si l'on peut se livrer à certaines spéculations sur les raisons d'une telle modification², les données ne permettent pas de résoudre la question de savoir si une dissociation importante s'est produite ces dernières années.

En conclusion, les données suggèrent qu'il n'existe qu'une relation limitée entre les soldes budgétaires et le compte courant et, confirmant les réactions partiellement ricardiennes du secteur privé, qu'une relation négative forte associe soldes budgétaires et ratios épargne-investissement privés. Par conséquent, l'assainissement budgétaire est à coup sûr souhaitable à plusieurs égards et peut avoir une incidence à court terme sur la prévention d'une nouvelle aggravation des déséquilibres mondiaux actuels des comptes courants, tout en adressant un signal fort aux marchés de capitaux. Cependant, l'assainissement budgétaire *seul* est probablement insuffisant pour ramener les déséquilibres mondiaux actuels des comptes courants à des niveaux davantage soutenables à moyen et long termes.

2 | 3 Surabondance d'épargne dans le monde ? Interventions sur les marchés des changes

Par définition, les déséquilibres des comptes de transactions courantes comportent deux volets : d'une part, la sphère réelle de l'économie, c'est-à-dire les décisions de consommation et d'investissement, et, d'autre part, la sphère financière, c'est-à-dire le

flux d'investissements « finançant » les déficits des comptes courants. Le débat sur les déséquilibres mondiaux s'est en fait déplacé, quelque peu récemment, pour porter davantage sur l'hypothèse d'une « surabondance d'épargne dans le monde », selon laquelle les déséquilibres des comptes courants ne résulteraient pas nécessairement, pour l'essentiel, d'un excès de consommation et d'investissement des pays déficitaires, mais seraient plutôt la conséquence d'un excès d'épargne dans les pays en surplus (Bernanke, 2005). Les tenants de cette hypothèse proposent donc que les pays en excédent mènent des politiques de renforcement de la capacité d'absorption et d'accroissement des importations afin de réduire leurs surplus.

Cet argument a notamment été avancé dans le cas des importants excédents courants des pays émergents d'Asie. Et, de fait, les données confirment que les économies émergentes d'Asie continuent d'enregistrer des taux d'épargne élevés, très supérieurs à ce qu'ils sont en Europe et en Amérique du Nord. Le graphique 6 montre que le taux d'épargne nationale brut des pays nouvellement industrialisés d'Asie s'est situé autour de 30 à 35 % du PIB depuis 1990. De plus, l'analyse de la situation des pays en voie de développement les plus pauvres d'Asie (cf. graphique 7) indique même une augmentation du taux d'épargne nationale brut à la suite de la crise asiatique de 1997-1998, d'environ 32 % en 1996 à environ 40 % en 2005. L'investissement dans ces pays s'est également redressé après la crise asiatique, dans une mesure bien plus limitée que l'épargne cependant, ce qui s'est traduit par des excédents importants des comptes courants dans les pays émergents d'Asie. La question de savoir si l'investissement est « trop bas » ou l'épargne nationale « excessive » prête bien sûr à débat, mais l'élément essentiel est que l'écart croissant entre épargne et investissement en Asie a entraîné un excédent courant significatif dans la région ces dernières années.

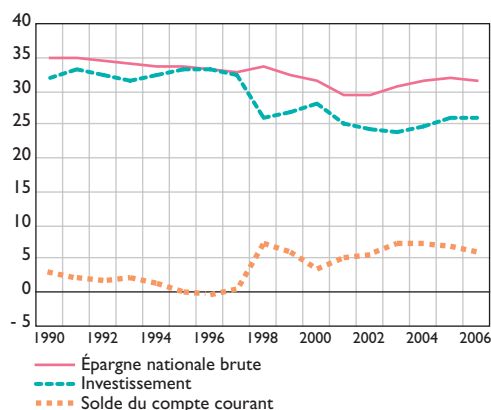
Cela étant, l'hypothèse d'une surabondance de l'épargne comporte une faiblesse fondamentale. Il est en effet difficile de blâmer ces pays de préférer nettement l'épargne et il est encore plus dur de les rendre directement responsables de la consommation et de l'investissement excessifs des pays débiteurs.

² La littérature économique apporte notamment l'explication suivante à une telle modification : le déficit budgétaire américain, dû en grande partie à des réductions de la fiscalité, a pu être partiellement perçu comme une diminution permanente de la fiscalité, tandis que l'ajustement du déficit budgétaire se serait opéré grâce à des diminutions de dépenses publiques non productives. Le rôle potentiel des contraintes de liquidité pour les ménages, qui tendent à amplifier les effets de la politique budgétaire, peut être une explication alternative intéressante et mérite d'être étudié davantage.

Épargne et investissement

Graphique 6 Dans les pays nouvellement industrialisés d'Asie

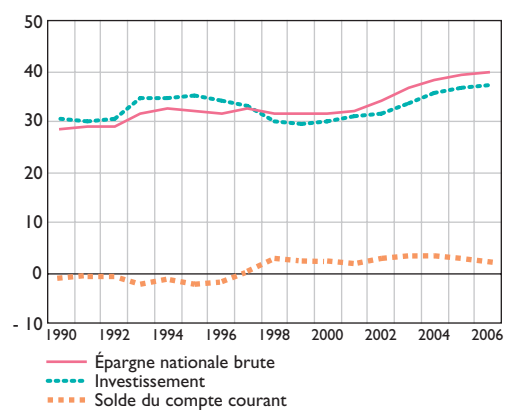
(en % du PIB)



Source : FMI

Graphique 7 Dans les pays en voie de développement d'Asie

(en % du PIB)



Source : FMI

Par définition, un « déséquilibre » du compte courant implique toujours deux parties, l'une qui dégage un excédent d'épargne net et enregistre donc un surplus, l'autre dont la consommation et l'investissement sont excessifs et qui dégage un déficit du compte des transactions courantes. Et si certains pays peuvent choisir d'accumuler des excédents, rien ne contraint automatiquement d'autres pays à consommer ou investir plus qu'ils n'épargnent au sein de leur propre économie. Il existe cependant également plusieurs canaux indirects par lesquels des pays en excédent peuvent influencer les marchés de capitaux et les prix des actifs, et donc contribuer aux déséquilibres des comptes courants.

Un important canal a trait aux interventions sur les marchés des changes. En fait, les banques centrales asiatiques en particulier, tentant de stabiliser les cours de change, sont intervenues massivement sur les marchés des changes et ont accumulé des montants gigantesques d'avoirs de réserve ces dernières années, beaucoup de ces avoirs étant investis en actifs libellés en dollars. À travers ces interventions, les pays asiatiques ont permis aux États-Unis de financer un déficit courant important et croissant à des taux d'intérêt relativement bas. Les données disponibles donnent toutefois à penser que l'influence de ces investissements sur les taux d'intérêt américains a été limitée³.

Par ailleurs, la relation (*ex ante*) entre l'épargne et les niveaux élevés de liquidité mondiale, que nous observons actuellement, demeure une question ouverte. L'hypothèse d'une surabondance d'épargne ignore le fait qu'une part significative de ce qui est mesuré (*ex post*) comme « épargne » est d'abord (*ex ante*) un excès de liquidité.

3| Les politiques de change

Plusieurs communiqués et déclarations ayant ponctué récemment diverses réunions internationales ont souligné la nécessité d'une flexibilité accrue des cours de change en Asie sur la voie de la réduction du déficit courant américain et des surplus asiatiques. En principe, l'appréciation des devises des pays enregistrant des excédents courants par rapport à celles des pays ayant d'importants déficits commerciaux pourrait contribuer à réduire ces déséquilibres.

Le principal argument en faveur de l'appréciation des monnaies asiatiques est le fait que nombre de ces monnaies, le renminbi chinois en particulier, sont nettement sous-évaluées. Une appréciation substantielle de ces monnaies enverrait donc un signal fort selon lequel les gouvernements de toutes les régions sont décidés à réduire les déséquilibres

³ De nombreuses études ont montré que l'incidence de l'épargne considérable des pays asiatiques, qui se traduit par une accumulation massive d'avoirs de réserve par ces pays, a entraîné une diminution des taux à long terme américains d'environ 0,3 à 0,6 % (cf. par exemple, Bernanke, Reinhart et Sack, 2004).

SESSION 3 AJUSTEMENT ET RÉPONSES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

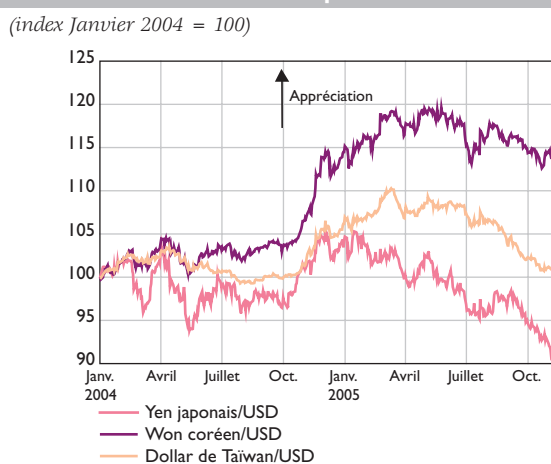
Otmar Issing : « Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux »

mondiaux actuels, grâce à l'adoption de mesures compatibles avec une baisse des surplus courants en Asie et une diminution des déficits aux États-Unis. Une telle orientation réduirait également le risque d'une brusque correction, qui pourrait s'opérer si les marchés n'avaient pas confiance dans la volonté des responsables politiques de traiter la question des déséquilibres mondiaux.

La question centrale est de savoir comment le processus d'ajustements des cours de change, des monnaies asiatiques en particulier, pourra se dérouler dans les années à venir. Il faut tout d'abord noter que des ajustements significatifs des cours de change ont déjà eu lieu ces dernières années. Non seulement l'euro s'est apprécié face au dollar au cours des dernières années, mais plusieurs monnaies asiatiques se sont également renforcées. Le graphique 8 montre que le won sud-coréen, par exemple, s'est apprécié de plus de 15 % par rapport au dollar depuis janvier 2004. Le nouveau dollar taiwanais a également progressé de 7 % en 2004, tandis que le yen japonais est demeuré relativement stable ces dernières années.

Cependant, d'autres monnaies, comme le renminbi chinois et le ringgit malais, sont encadrées par des régimes de change vis-à-vis du dollar beaucoup plus

Graphique 8 Évolutions du cours de change de certaines monnaies asiatiques sélectionnées en 2004



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE

rigides et se sont par conséquent dépréciées fortement en termes effectifs nominaux ces dernières années. La Chine a récemment entrepris certaines réformes de son régime de change, réévaluant le renminbi de 2 % le 21 juillet 2005 et modifiant la structure de ce régime. Bien que cette réforme soit assurément un premier pas dans la bonne direction, il reste à voir si elle permettra, à moyen terme, une réévaluation du renminbi, qui demeure nettement sous-évalué.

Tableau 2 États-Unis – Ventilation des échanges commerciaux et contribution au déficit commercial 1987-2003

(en %)

	1987		2003	
	Part des échanges commerciaux totaux des États-Unis	Part du déficit commercial américain	Part des échanges commerciaux totaux des États-Unis	Part du déficit commercial américain
Zone euro	16,8	12,0	15,0	13,8
Autres pays industrialisés *	9,2	5,1	7,4	3,7
Europe centrale et orientale	1,3	-0,4	1,8	2,3
ALENA	24,6	10,2	31,3	17,3
dont : Canada	19,4	6,8	19,6	10,0
Mexique	5,2	3,4	11,7	7,3
Asie	35,0	63,2	32,6	49,2
dont : Japon	17,2	34,8	8,5	11,9
Chine	1,5	2,0	9,5	23,2
Autres pays asiatiques	16,3	26,4	14,6	14,1
Hémisphère occidental **	5,8	3,5	5,7	3,0
Pays exportateurs de pétrole ***	4,5	6,2	3,8	8,3
Reste du monde	2,8	0,2	2,4	2,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

* Australie, Danemark, Islande, Nouvelle-Zélande, Norvège, Suède, Suisse et Royaume-Uni

** À l'exclusion du Canada et du Mexique (ALENA) et du Venezuela (pays exportateur de pétrole)

*** Algérie, Iran, Irak, Koweït, Libye, Nigeria, Oman, Qatar, Arabie saoudite, Émirats arabes unis et Venezuela

Source : Direction des Statistiques commerciales, FMI

Le tableau 2 montre quels sont les pays ayant les plus grands déséquilibres du compte courant avec les États-Unis. Il en ressort que la Chine a représenté 23 % du déficit commercial des États-Unis en 2003, la plus large part pour un seul pays, alors que l'Asie dans son ensemble a représenté environ la moitié du déficit total. Toutefois, si la part de la Chine dans le déficit commercial américain a augmenté au cours des quinze dernières années, celle du reste de l'Asie a reculé davantage, ce qui a entraîné une diminution de la part globale de l'Asie, qui est revenue de 63 % en 1987 à 50 % en 2004. La raison de cette évolution est que les pays asiatiques ont de plus en plus sous-traité à la Chine la fabrication de produits manufacturés destinés à l'exportation. Plus de la moitié des exportations totales de la Chine consistent donc aujourd'hui en l'assemblage final de produits à partir de biens intermédiaires importés d'autres pays, principalement asiatiques. Cela explique pourquoi l'excédent commercial croissant de la Chine avec les États-Unis a été partiellement compensé par les déficits commerciaux enregistrés avec d'autres pays d'Asie. Le contenu élevé en importations des exportations chinoises et l'avantage concurrentiel du pays en termes de coûts du travail devraient considérablement réduire l'incidence sur les exportations chinoises de toute appréciation du renminbi, si toutefois les autres pays asiatiques n'adoptent pas la même voie en réévaluant leur monnaie. En fait, au cours de la période 1999-2002, les exportations totales de la Chine ont augmenté de 37 %, malgré une appréciation de 7 % du taux de change réel effectif de sa monnaie.

Il ressort également du tableau 2 que d'autres pays et régions représentent une large part du déficit commercial américain. Le Canada et le Mexique en particulier, qui sont membres de l'ALENA, couvrent 17 % du déficit, contre 14 % pour la zone euro, et ce malgré l'appréciation déjà sensible du dollar canadien et de l'euro par rapport au dollar des États-Unis ces dernières années. Il est important de noter que, si le dollar américain s'est déprécié en termes effectifs ces dernières années, son affaiblissement par rapport à la plupart des monnaies asiatiques est, à de nombreux égards, demeuré relativement modeste. De plus, les répercussions de cette dépréciation du dollar sur les prix intérieurs aux États-Unis ont été très contenues, n'entraînant que des tensions limitées sur les prix des biens de remplacement importés sur les marchés américains et une amélioration de la balance commerciale.

Dans l'ensemble, les travaux universitaires (par exemple, Blanchard, Giavazzi et Sa, 2005) suggèrent qu'une correction effective plus forte du cours de change du dollar américain peut être nécessaire, en particulier par rapport aux monnaies des pays avec lesquels les États-Unis ont un déficit commercial important, afin de contribuer à réduire de façon substantielle le déficit commercial américain. D'un point de vue politique, l'inquiétude tient au fait qu'un ajustement du cours de change, s'il ne s'accompagne pas d'autres mesures, devrait être extrêmement important. Blanchard, Giavazzi et Sa (2005) estiment, par exemple, que le dollar devrait se déprécier, en termes effectifs, de 40 à 90 %, toutes choses égales par ailleurs, pour ramener le déficit courant américain à des niveaux soutenables à long terme.

De la même manière, Edwards (2005) apporte un éclairage complémentaire sur les déséquilibres mondiaux des comptes courants à travers l'analyse de ce que pourrait être le processus de correction aux États-Unis. Analysant certains épisodes passés d'ajustement du compte courant, Edwards soutient que même une réduction modérée de la préférence des investisseurs internationaux pour les actifs américains pourrait entraîner une forte correction, de l'ordre de 3 à 6 %, du déficit des transactions courantes en quelques années, en provoquant une dépréciation effective réelle de 27 à 30 % du dollar. Selon Edwards, cela pourrait également avoir pour effet un fort ralentissement de la croissance économique américaine et mondiale.

Enfin, même si les ajustements des seuls cours de change des monnaies des pays émergents seraient probablement insuffisants pour résoudre les déséquilibres mondiaux actuels, il convient de noter que la question des substantiels excédents courants enregistrés par de nombreuses économies asiatiques constitue un facteur important devant être traité. Étant donné la vigueur de leur croissance économique et leur potentiel de rattrapage des économies plus avancées, ces économies sont des pays de déficits courants « naturels », ainsi que la tendance le montrait jusqu'à l'éclatement de la crise asiatique en 1997-1998. Par conséquent, l'examen des faits montre globalement qu'une faible appréciation des monnaies asiatiques entraînerait une dépréciation limitée du cours de change effectif du dollar américain et aurait une incidence modeste sur les déséquilibres des comptes courants. La question d'un ajustement des cours de change en Asie n'en est pas

moins pertinente, particulièrement en Chine, dans la mesure où un important signal serait ainsi adressé aux marchés financiers quant à la volonté politique en faveur d'une correction progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux.

4| Les politiques structurelles

Les réformes structurelles en Europe sont une priorité pour les responsables politiques européens, car elles sont cruciales en vue de renforcer la croissance et d'améliorer la capacité de résistance de l'économie européenne. Il est également avancé que les réformes structurelles, en Europe et au Japon en particulier, sont susceptibles de jouer un rôle important dans le dénouement des déséquilibres mondiaux actuels. Cet argument se fonde sur le fait que les réformes structurelles devraient permettre une accélération de la croissance réelle et potentielle ainsi qu'une augmentation de la demande, susceptibles d'avoir une incidence négative sur le compte courant des pays adoptant ces réformes, comme l'Europe et le Japon, tout en entraînant une amélioration des soldes courants des autres pays, tels les États-Unis. Il est à noter que la relation entre réformes structurelles et soldes du compte de transactions courantes repose sur trois facteurs principaux : la nature des réformes, leur échéance et le fait de savoir si les réformes affecteront essentiellement les services concurrentiels ou non concurrentiels.

S'agissant des deux premiers facteurs, l'OCDE, dans une étude récente⁴, estime que les réformes des marchés financiers et de produits causeraient une détérioration du compte courant à moyen terme, alors que les réformes des marchés du travail pourraient avoir un effet opposé. L'étude de l'OCDE avance en particulier que les réformes des marchés du travail influent essentiellement sur l'offre effective de travail, réduisant ainsi les salaires et les prix à moyen terme tout en améliorant la rentabilité des capitaux nationaux à long terme. Ce type de réforme structurelle tendrait donc à *améliorer* les comptes courants à court et moyen termes plutôt qu'à les détériorer sous l'effet du renforcement de la compétitivité des secteurs concurrentiels. À l'inverse, les réformes des marchés de produits devraient accroître l'élasticité-revenu de la demande d'importations, ce qui

ira dans le sens d'une dégradation du compte courant, du moins à moyen terme, avant que les mécanismes de stabilisation n'entrent progressivement en action. Enfin, les réformes des marchés financiers tendent à stimuler les entrées de capitaux étrangers, affaiblissant ainsi également le compte courant. L'équilibre peut être restauré si les entrées de capitaux permettent une amélioration de la productivité, et donc de la compétitivité à long terme.

En outre, dans une étude récente importante, Obstfeld et Rogoff (2004) font valoir qu'une hausse de la productivité chez les partenaires commerciaux des États-Unis ne contribuerait à l'ajustement du déficit courant américain que si elle survenait essentiellement dans les secteurs non concurrentiels. Toutefois, si les réformes structurelles entraînent une nette hausse de la productivité dans les secteurs concurrentiels, les soldes courants peuvent s'améliorer, car les exportations deviennent davantage compétitives et les importations plus chères. Du point de vue politique, cela implique que les réformes structurelles en Europe et au Japon ne contribueront à une réduction du déficit commercial américain que si, en termes relatifs, la productivité augmente dans les secteurs concurrentiels aux États-Unis et dans les secteurs non concurrentiels dans la zone euro et au Japon.

L'argument selon lequel les réformes structurelles en Europe pourraient jouer un rôle significatif dans la réduction des déséquilibres mondiaux souffre, en outre, d'un défaut plus fondamental encore. Le compte courant de la plupart des pays européens, et de la zone euro en particulier, est en effet à l'équilibre, voire en léger excédent, ce qui correspond parfaitement aux fondamentaux économiques de l'Europe, à savoir une économie relativement riche et vieillissante. De nouvelles réformes structurelles dans la zone euro sont donc souhaitables, en tant que telles, puisqu'elles influenceront favorablement la croissance et la capacité de résistance de l'économie européenne. Cependant, affirmer que la zone euro devrait avoir un important déficit courant ne correspond pas à la réalité économique et passe à côté de la question des facteurs expliquant véritablement les déséquilibres mondiaux actuels. Il n'en reste pas moins qu'une croissance plus forte en Europe pourrait, globalement, se traduire par un solde légèrement négatif du compte courant européen

⁴ Cf. OCDE (2004), "Structural policy reforms and external imbalances"

et donc contribuer, du moins partiellement, à la résolution des déséquilibres mondiaux, même si, une nouvelle fois, il ne faut pas surestimer l'ampleur de cette contribution.

5| Les indications pour le probable processus d'ajustement

Quels contours le processus d'ajustement des déséquilibres mondiaux est-il susceptible de revêtir à moyen terme ? Dans cet article, il est signalé que la compréhension des facteurs expliquant les déséquilibres mondiaux actuels est importante en vue d'évaluer de quelle manière le probable mécanisme d'ajustement s'opérera dans les années à venir. Un seul facteur ne peut certainement pas expliquer l'ensemble des déséquilibres ni permettre de les résoudre, et un ensemble de mesures doivent être mises en œuvre, mais il importe néanmoins de pouvoir distinguer les canaux majeurs des autres, moins importants. Bien que la politique budgétaire américaine ait aggravé le déficit du compte courant des États-Unis depuis 2001, un large consensus se dégage des études empiriques selon lequel elle n'a, selon toute vraisemblance, contribué que partiellement à l'accumulation du déficit courant au cours de la décennie écoulée. L'assainissement budgétaire est crucial pour la stabilité économique et un environnement propice à la croissance économique, mais les ajustements budgétaires seuls ne contribueront selon toute probabilité – en raison en partie de leur incidence limitée et en partie de leur manque de flexibilité – que partiellement à une réduction des déséquilibres des comptes courants au cours des prochaines années. L'assainissement budgétaire aux États-Unis n'en reste pas moins un élément important de tout processus d'ajustement harmonieux.

Les données empiriques signalent que les déséquilibres mondiaux actuels proviennent principalement de déséquilibres fondamentaux des *taux d'épargne privée* dans le monde. Le net recul de l'épargne privée aux États-Unis a été le

principal facteur à la base de l'aggravation soutenue du déficit courant américain ces quinze dernières années. La persistance de taux d'intérêt réels bas, les effets de richesse liés à la bulle boursière des années quatre-vingt-dix et, plus récemment, l'explosion des prix de l'immobilier résidentiel ont probablement joué un rôle crucial dans ce déclin de l'épargne privée aux États-Unis. De plus, les taux d'épargne privée en Asie sont restés élevés – voire ont augmenté dans certains cas – depuis la crise financière de 1997-1998. Un tel niveau d'épargne peut, en partie du moins, résulter d'un manque d'intermédiation financière, mais il aide également à comprendre les déséquilibres des comptes courants actuels dans le monde. Par conséquent, les politiques économiques qui contribuent, en particulier, à relever le taux d'épargne privée dans les pays ayant un déficit du compte courant et, dans une certaine mesure, les politiques qui contribuent à réduire l'épargne privée et à augmenter l'investissement dans les pays dont le compte courant est en excédent seront cruciales pour la résorption des déséquilibres mondiaux.

En ce qui concerne les réformes structurelles dans les pays européens et au Japon, elles peuvent contribuer à favoriser la croissance et la résilience et sont de l'intérêt même de ces différents pays. Cependant, elles n'auront probablement qu'une incidence limitée à moyen terme sur les déséquilibres courants, notamment parce que le compte courant de la zone euro reflète actuellement ses fondamentaux à long terme.

Enfin, cet article postule également que la politique de change menée en Asie a contribué aux déséquilibres mondiaux, même s'il convient de ne pas surestimer l'importance de ce facteur. Le dollar des États-Unis s'est déjà déprécié ces dernières années sans grandes conséquences sur les déséquilibres mondiaux. Les études empiriques signalent très largement qu'une baisse de la valeur du dollar devrait être très forte pour entraîner un ajustement significatif des déséquilibres courants dans le monde. Une telle correction pourrait avoir des répercussions extrêmement négatives sur la croissance mondiale et la stabilité du système financier mondial. Il revient aux responsables politiques d'éviter un tel scénario dans les années à venir.

SESSION 3 AJUSTEMENT ET RÉPONSES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Otmar Issing : « Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux »

Globalement, la question des déséquilibres mondiaux est le défi essentiel qui se pose de nos jours aux responsables politiques à l'échelle de la planète. Comme cet article tente de le montrer, la question est extrêmement complexe. De nombreux acteurs et plusieurs politiques macroéconomiques sont impliqués à des degrés divers. Toutefois, les responsables politiques sont aujourd'hui convaincus que les déséquilibres actuels ne sont pas soutenables et ont atteint des proportions préoccupantes, et qu'il convient donc de les éliminer grâce à des mesures décisives. Plus ces déséquilibres continuent de s'accumuler, plus le risque d'un brusque ajustement grandit et plus les coûts de l'ajustement seront élevés pour l'économie mondiale.

Bibliographie

Bernanke (B.) (2005)

"The Global saving glut and the US current account deficit", Homer Jones Lecture, St Louis, Missouri, avril

Blanchard (O.), Giavazzi (F.) et Sa (F.) (2005)

"The US current account and the dollar", MIT, Mimeo, janvier

Bussière (M.), Fratzscher (M.) et Müller (G.) (2004)

"Current account dynamics in OECD and EU acceding countries – An intertemporal approach", Document de travail de la BCE, n° 311, février

Bussière (M.), Fratzscher (M.) et Müller (G.) (2005)

"Productivity shocks, budget deficits and the current account", Document de travail de la BCE, n° 509, août

Chinn (M. D.) et Prasad (E. S.) (2003)

"Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration", Journal of International Economics, n° 59 (1), p. 47-76

Enders (W.) et Bong-Soo (L.) (1990)

"Current account and budget deficits: Twins or distant cousins?", Review of Economics and Statistics, n° 72 (3), p. 373-381

Erceg (C. J.), Guerrieri (L.) et Gust (C.) (2005)

"Expansionary fiscal shocks and the current account", International Finance Discussion Papers, n° 825, Washington : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve

Glick (R.) et Rogoff (K.) (1995)

"Global versus country-specific productivity shocks and the current account", Journal of Monetary Economics, n° 35, p. 159-192

Kennedy (M.) et Slok (T.) (2005)

"Structural policy reforms and external imbalances", Document de travail du département économique, n° 415, OCDE

Kim (K.) et Roubini (N.) (2003)

"Twin deficits or twin divergence? Fiscal policy, current account and real exchange rate in the US", NYU Stern, Mimeo

Kraay (A.) et Ventura (J.) (2005)

"International risk sharing with demand shocks", Mimeo, Banque mondiale, janvier

Normandin (M.) (1999)

"Budget deficit persistence and the twin deficits hypothesis", Journal of International Economics, n° 49, p. 171-194

Obstfeld (M.) et Rogoff (K.) (2004)

"The unsustainable US current account position revisited", NBER, Working Paper, octobre 2004

Perotti (R.) (1999)

"Fiscal policy in good times and bad", Quarterly Journal of Economics, n° 114 (4), p. 1399-1436

Piersanti (G.) (2000)

"Current account dynamics and expected future budget deficits: Some international evidence", Journal of International Money and Finance, n° 19, p. 255-271