

**Pierre-Richard  
AGENOR  
Claude  
BISMUT**

---

**Pourquoi la France  
accumule-t-elle  
des surplus de balance  
courante ?**

**L**

'idée a longtemps prévalu que si la position nette d'un pays devenait trop débitrice, les marchés réagiraient par une tendance irrépressible à la dépréciation de la monnaie. Ainsi la recherche de l'équilibre extérieur, au moins sur

le moyen terme, apparaissait-t-elle comme le seul moyen d'assurer la stabilité monétaire externe et d'éviter le coût politique interne d'une dévaluation. En France, cette contrainte extérieure, plus encore que l'inflation, a constitué le principal obstacle aux ardeurs des partisans des politiques de relance par la demande. C'est elle, en particulier, qui a marqué le coup d'arrêt de la relance de 1981. Or, depuis les premières années de la décennie quatre-vingt-dix, la tendance endémique de l'économie française au déficit extérieur semble s'être inversée.

La France échappe-t-elle aujourd'hui, et pour combien de temps, à la contrainte extérieure qui forçait les gouvernements à renoncer aux moyens macro-économiques de lutte contre le chômage ? Pour certains, nous récoltons enfin les fruits d'une rigueur qui a permis une remise à niveau de la compétitivité des entreprises françaises. La contrainte extérieure a été repoussée. Pour d'autres, moins optimistes, c'est la faiblesse de la demande intérieure, jointe à des marchés d'exportation relativement dynamiques, qui est la cause des surplus de balance courante. Dans ce cas, une reprise de la demande intérieure (par ailleurs souhaitée) stimulerait les importations et ferait fondre rapidement les surplus. Mais aucune de ces deux explications ne remet en cause l'existence même d'une contrainte extérieure. Dans les deux cas, un surplus extérieur indique que des marges existent pour une croissance un peu plus rapide.

Il se peut cependant que l'apparition de surplus courants ne résulte ni de la surcompétitivité de l'économie française, ni de la relative faiblesse de la demande interne. Elle pourrait refléter le comportement spontané du secteur privé dans un environnement financier libéralisé. Des conditions démographiques, des circonstances économiques particulières, des phases de développement peuvent, en l'absence de contraintes financières, justifier l'apparition de déficits ou de surplus durables. Dans la mesure où les déficits de balance courante sont soutenables et sont financés sans tensions excessives par des capitaux privés, il serait alors contre-productif de chercher à ramener l'équilibre. De même dans le cas de surplus, le déplacement de l'épargne nationale vers l'étranger peut résulter d'opportunités rentables ou de

circonstances particulières qui justifient que les agents nationaux retardent leur consommation pendant que les consommateurs étrangers l'avancent. Il n'y a aucune raison de s'y opposer, ni de chercher une croissance plus rapide.

Cet article présente ces deux visions possibles des évolutions actuelles du solde extérieur de la France. Dans une première section, un examen descriptif de ces évolutions souligne le caractère complexe et inhabituel de la phase actuelle. La notion de contrainte extérieure est alors réexaminée à l'aide d'un modèle simple dans lequel la balance commerciale dépend de la compétitivité et de la position relative de l'économie nationale dans le cycle d'activité (deuxième section). Cette analyse n'infirme pas le rôle de ces deux facteurs mais elle montre qu'un tel modèle ne permet pas de rendre compte des évolutions récentes. On envisage ensuite, dans la troisième section, une interprétation alternative des surplus extérieurs récents, la disparition de la contrainte extérieure révélant des comportements intertemporels d'épargne et d'investissement. D'autres facteurs explicatifs interviennent. Les caractéristiques structurelles de l'économie française justifieraient plutôt une balance courante excédentaire. Dans ce cas, ce sont les déficits de la fin des années quatre-vingt qui sont à expliquer. Ceux-ci semblent en partie liés aux perspectives d'ouverture du marché unique. En revanche, les surplus récents n'ont plus rien de surprenant. Ils pourraient refléter l'assombrissement des perspectives d'évolution des revenus disponibles des ménages.

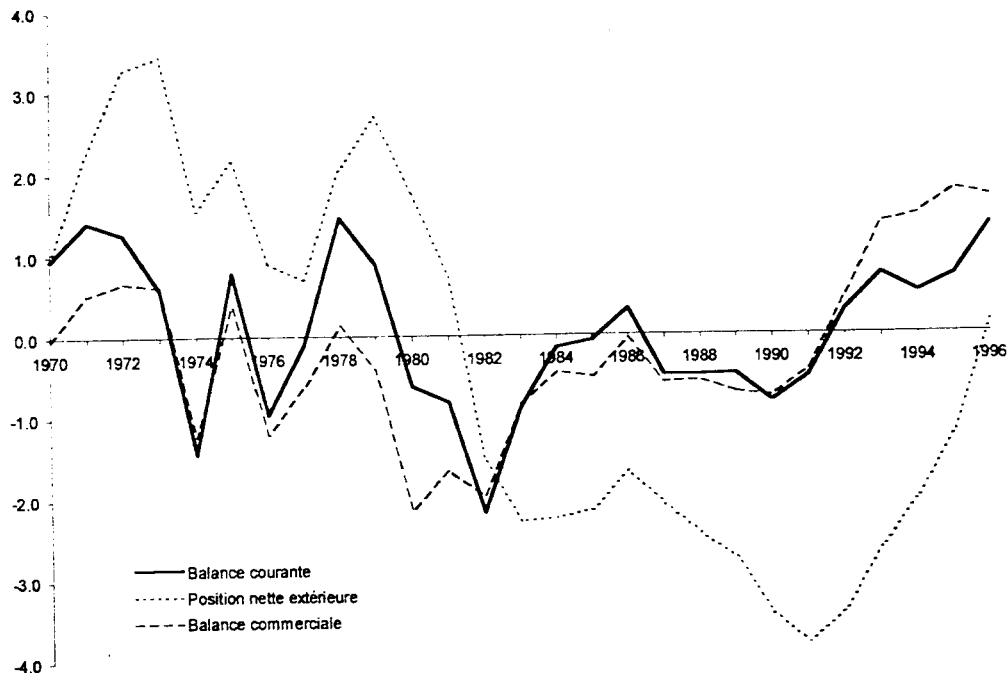
## **Surplus extérieurs : clartés et zones d'ombre**

C'est en 1996 que la France redevient créancière nette vis-à-vis de l'étranger. La longue série de déficits courants des années quatre-vingt l'avait amenée en position débitrice. La tendance s'est inversée en 1992, date à laquelle la France a renoué avec les

excédents de balance, une situation qui n'avait rien d'exceptionnel dans les années soixante et soixante-dix. Depuis, la tendance à l'excédent courant n'a cessé de se confirmer. En 1997, dernier chiffre connu, le solde courant atteint 2,5 % du PIB (figure n° 1). Il faut remonter au début des années soixante pour trouver un chiffre comparable.

Le redressement du secteur extérieur de la France au début des années quatre-vingt-dix présente des caractéristiques contradictoires. La balance commerciale est devenue fortement excédentaire, essentiellement grâce à un ralentissement des importations, tandis que la part de marché des producteurs français régresse sur les marchés extérieurs. Les surplus de balance commerciale se produisent, il est vrai, dans un contexte de ralentissement durable de l'activité, mais une conjoncture semblable s'observe chez les partenaires commerciaux de la France. La

Figure 1  
La position extérieure de la France\*



\* En pourcentage du PIB pour la balance courante et commerciale et en dizaines de pourcent de PIB pour la position nette extérieure.

Source : FMI et calcul des auteurs.

modération salariale est obtenue en raison d'un chômage élevé mais elle ne se traduit pas par une amélioration de la compétitivité-prix, en partie à cause de l'appréciation effective du franc. Enfin, les surplus courants se produisent malgré des déficits publics qui se creusent.

Le redressement de la balance courante est assez largement dû à l'apparition d'excédents de la balance commerciale. Celle-ci cesse de se dégrader au début des années quatre-vingt-dix et devient excédentaire en 1992 pour ne plus connaître de valeurs négatives depuis lors. En 1997, en valeur FAB-FAB, elle atteint le chiffre record de 162 milliards de francs (y compris les DOM). L'analyse détaillée de la balance commerciale indique que, si le solde énergétique tend à s'améliorer, c'est bel et bien le solde industriel qui se redresse. A l'intérieur du secteur industriel, on observe une amélioration du solde des biens d'équipement, mais également une très nette amélioration du solde des biens intermédiaires et des biens de consommation. Seul le solde de l'automobile, qui reste positif, n'enregistre pas d'amélioration notable. Enfin, le solde en produits des industries agroalimentaires, structurellement positif, continue de s'accroître (tableau n° 1).

L'amélioration du solde de la balance commerciale est plutôt dû à un ralentissement des importations qu'à une accélération des exportations mais cela ne semble pas lié à une récession plus accusée en France qu'ailleurs. Les principaux partenaires européens entrent en récession en phase avec la France, à l'exception de l'Allemagne, dont l'économie connaît une surchauffe consécutive à l'unification. Or, si le solde bilatéral avec l'Allemagne s'améliore, il s'améliore aussi avec l'ensemble des autres partenaires européens. Quant aux Etats-Unis, ils croissent à peu près à leur potentiel au moment du creux de la récession française mais le solde franco-américain ne se réduit que modérément. Curieusement, l'amélioration du solde commercial ne semble donc pas avoir un lien étroit avec un éventuel déphasage conjoncturel.

Les parts de marché des producteurs nationaux sur les marchés étrangers ont régressé entre 1990 et 1996. Cet indicateur, souvent utilisé, n'est cependant pas dénué d'ambiguïté. Il est en effet calculé comme le rapport des exportations au commerce

Tableau 1  
Les soldes extérieurs 1987-1997 en quelques chiffres

Année	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Balance des paiements <sup>1</sup>											
Solde courant	nd	nd	-51.4	-56.3	-34.0	26.9	66.2	41.0	54.5	105.0	230.1
% du PIB	nd	nd	-0.8	-0.9	-0.5	0.4	0.8	0.6	0.7	1.3	2.8
Solde des biens	nd	nd	-62.5	-68.1	-50.1	18.1	44.7	39.6	54.9	76.5	164.3
Solde des services	nd	nd	45.8	41.9	51.3	58.0	62.7	69.9	71.6	77.3	102.6
Bal. commerciale (fab/fab) <sup>2</sup>	-31.6	-32.8	-43.9	-68.3	-52.0	10.4	64.4	59.7	81.0	99.1	184.2
% du PIB	-0.6	-0.6	-0.7	-1.0	-0.8	0.1	0.9	0.8	1.1	1.2	2.3
Echanges de biens <sup>3</sup>											
Exportations en valeur	886.7	992.6	1135.6	1173.0	1218.5	1247.2	1203.3	1310.0	1429.5	1496.5	1713.3
Taux de croissance	3.1	11.9	14.4	3.9	4.1	2.6	-3.5	8.9	9.1	4.7	14.5
dont volume	3.1	8.9	9.1	5.3	3.9	4.8	-0.1	6.5	7.9	5.1	12.1
prix	0.0	3.0	5.3	-1.4	0.2	-2.2	-3.4	2.4	1.2	0.4	2.4
Importations en valeur	952.2	1063.9	1229.6	1273.9	1302.9	1268.9	1172.0	1283.6	1383.9	1430.8	1563.6
Taux de croissance	13.4	11.7	15.6	3.6	2.3	-2.6	-7.6	9.5	7.8	3.4	9.3
dont volume	7.6	9.0	8.0	5.7	2.9	0.9	-4.1	7.3	5.8	2.5	7.7
prix	5.8	2.7	7.6	-2.1	-0.6	-3.5	-3.5	2.2	2.0	0.9	1.6
Taux de couverture	93.1	93.3	92.4	92.1	93.5	98.3	102.7	102.1	103.3	104.6	109.6
t. de c. en volume	83.2	83.2	84.0	83.7	84.6	87.8	90.7	89.9	91.8	94.1	98.1
termes de l'échange	111.9	112.1	110.0	110.0	110.5	112.0	113.2	112.5	112.5	111.2	111.7
Solde des biens	-65.5	-71.3	-94.0	-100.8	-84.3	-21.7	31.3	26.5	45.6	65.7	149.7
dont manufacturier	-10.8	-42.6	-57.7	-58.6	-35.5	3.8	43.1	47.3	53.0	86.8	166.6
agro-alimentaire	29.0	39.1	48.0	51.1	44.7	53.1	56.8	44.9	51.8	56.7	69.5
énergie	-83.7	-67.8	-84.3	-93.3	-93.5	-78.6	-68.6	-65.7	-59.2	-77.8	-85.8

.../...

.../...

Année	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Balances bilatérales											
Solde commercial <sup>4</sup>	nd	-111.7	-139.6	-151.4	-131.5	-62.0	1.0	-13.6	9.6	23.3	95.7
dont Europe	nd	-54.2	-67.1	-55.4	-23.8	0.4	18.7	13.2	12.1	27.1	84.9
Allemagne	nd	-50.8	-59.4	-43.0	-12.8	-21.4	0.4	-6.9	-7.3	3.2	3.6
Autres	nd	-3.4	-7.7	-12.4	-11.0	21.8	18.3	20.1	19.4	23.9	81.3
Etats-Unis	nd	-11.8	-22.0	-35.5	-40.8	-31.0	-18.7	-22.3	-27.0	-26.7	-26.0
Japon	nd	-28.0	-29.8	-29.5	-29.7	-30.1	-24.5	-22.3	-20.9	-18.8	-23.7
Autres OCDE	nd	7.6	4.7	8.4	8.2	11.6	16.6	12.9	11.7	16.1	20.5
Reste du monde	nd	-25.3	-25.4	-39.4	-45.4	-12.2	8.9	4.9	33.7	25.6	40.0
Pour mémoire											
Taux de pénétration <sup>5</sup>	126.0	132.0	136.6	140.9	144.9	147.4	148.6	153.1	160.1	165.1	176.0
Performance à l'exportation	-2.7	0.5	1.3	-0.6	-1.0	0.8	-0.1	-2.7	-0.9	-0.3	2.2
Coût unitaire relatif	108	102	98	101	100	101	103	100	100	99	94
Prix relatif à l'export	104	103	100	103	100	100	99	101	101	101	98

1. Source : balance des paiements.

2. Source : statistiques douanières. Champ géographique : territoire métropolitain hors DOM-TOM.. Le caractère | indique une rupture de série.

3. Source : INSEE. Exportations FAB, importations CAF. Champ géographique : France métropolitaine.

4. Source : statistiques douanières. Exportations FAB, importations CAF. Champ géographique : France métropolitaine, y compris DOM, hors TOM.

5. Manufacturier en volume.

mondial, estimé comme la somme des importations. Or la somme des importations ne constitue pas un marché à proprement parler. Les seuls marchés qui aient une réalité sont les marchés intérieurs. Sur ces marchés, les producteurs nationaux sont en concurrence non seulement avec les producteurs étrangers, mais aussi, bien entendu, avec les autres producteurs locaux. Après avoir marqué un arrêt en 1993, le taux de pénétration du marché intérieur français par les importations reprend (tableau n° 1). Les données analogues indiquent des mouvements similaires dans les autres pays.

La décomposition du taux de couverture en variations des volumes et variations des termes de l'échange indique que l'amélioration de la balance commerciale est due principalement à un effet volume. Entre 1990 et 1996, le rapport des exportations aux importations à prix constants augmente de 11 % tandis que l'on observe une amélioration des termes de l'échange de seulement 1,3 %. La légère amélioration des termes de l'échange, dont l'essentiel est acquis en 1993, est vraisemblablement liée à l'appréciation du franc à la suite de la crise du mécanisme de change européen. Reflète-elle une détérioration de la compétitivité-prix ?

Les deux indicateurs disponibles du taux de change réel ont des évolutions quelque peu divergentes<sup>1</sup>. L'indice de taux de change effectif réel basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière fait apparaître une légère dépréciation réelle, c'est-à-dire une évolution plus favorable des coûts salariaux unitaires dans l'industrie française que dans l'industrie étrangère. En revanche, l'indice de taux de change réel basé sur les prix à la consommation n'indique pas de dépréciation tendancielle (figure n° 2). La confrontation des deux indices suggère que les marges des entreprises françaises se sont améliorées relativement à celles de leurs concurrents étrangers. Autrement dit, les marges des entreprises françaises ont bénéficié de la baisse relative de leurs coûts de main-d'œuvre et/ou les marges des entreprises étrangères ont amorti l'impact sur leurs prix de l'évolution défavorable de leurs coûts. Pourtant, au-delà des aléas conjoncturels, ces conditions plus favorables ne semblent pas s'être tra-

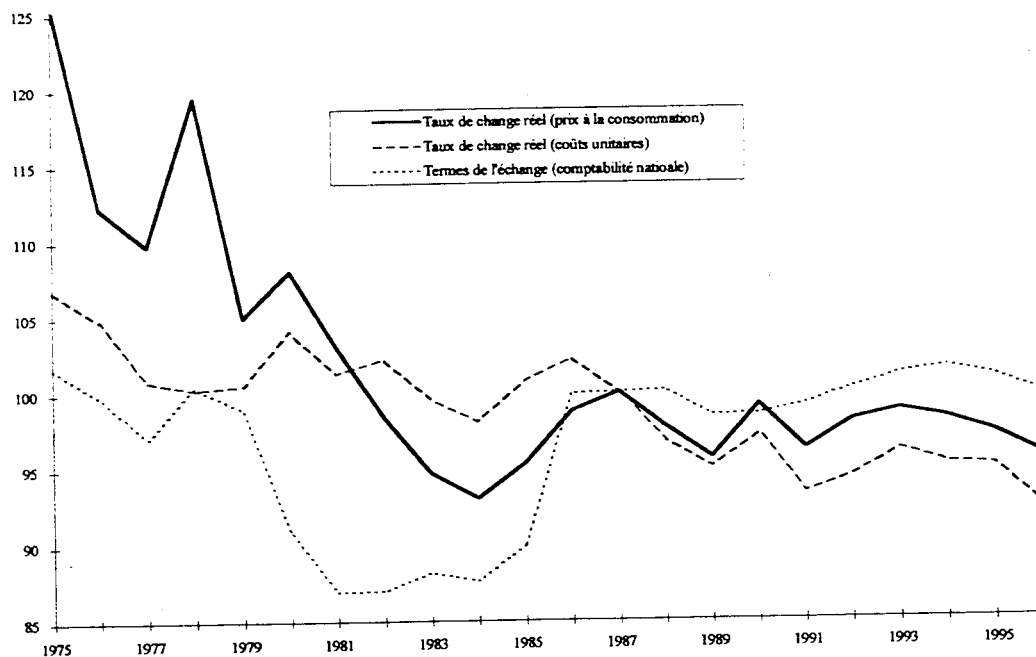


duites par une amélioration significative de la situation macro-économique.

L'apparition des surplus de balance courante se produit dans un contexte macro-économique caractérisé par un ralentissement de la croissance et un chômage élevé. Le chômage a sans doute sa part de responsabilité dans la modération salariale et, par conséquent, dans l'évolution favorable des coûts salariaux unitaires. Cependant, le ralentissement des coûts de production ne se traduit pas par une amélioration de la compétitivité-prix mais par une augmentation de la profitabilité des entreprises. En termes d'objectifs macro-économiques nationaux, on ne décèle pas d'amélioration du trade off entre chômage et équilibre extérieur. Les surplus extérieurs ont été payés avec plus de chômage.

Enfin, et ce n'est pas le moindre des paradoxes, les perspectives extérieures s'améliorent au moment où les déficits publics

Figure 2  
Compétitivité et taux de change réels\*



\* Source : FMI. Base 100 en 1987. Les indices de taux de change réels sont calculés sur une base géographique de 21 pays. Une baisse représente une dépréciation.

plongent. En effet, si l'on se rappelle que le solde de la balance courante est aussi l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement national, une augmentation du déficit public devrait conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une réduction de la capacité de financement de la nation. Si l'on observe l'inverse, c'est que la capacité de financement du secteur privé a plus que compensé les déficits publics<sup>2</sup>. Cette évolution est due autant à la baisse de l'investissement des entreprises qu'à l'augmentation de l'épargne du secteur privé, qu'il s'agisse des ménages comme des entreprises (tableau n° 2).

On le voit, les évolutions des soldes extérieurs de la France posent plus d'une question et ne se laissent pas analyser facilement dans les termes habituels. Dans un tel contexte, la notion de contrainte extérieure garde-t-elle une validité ? Permet-elle encore de penser la situation actuelle ou doit-elle rejoindre la liste des accessoires démodés ?

## **La contrainte extérieure a-t-elle été repoussée ?**

Si la contrainte extérieure est une préoccupation moins obsédante qu'autrefois dans le débat économique, cette notion continue de structurer notre vision du commerce extérieur. Deux interprétations des évolutions récentes s'y réfèrent explicitement. Suivant la première, la contrainte extérieure a été repoussée grâce à l'amélioration durable de la compétitivité. Suivant la seconde, l'économie française échappe temporairement à une contrainte extérieure essentiellement inchangée car elle est dans une phase de croissance faible. Nous allons montrer que ces deux points de vue relèvent de la même logique que l'on peut résumer à partir d'un modèle très simple de balance commerciale. Nous montrerons ensuite que l'évolution favorable de la balance extérieure ne peut

Tableau 2  
Equilibre épargne - investissement

Année	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Epargne <sup>1</sup>													
de la nation	18.9	20.1	20.0	21.1	21.8	21.5	21.0	19.8	18.2	19.0	19.8	18.6	20.0
du secteur privé	18.4	19.5	18.5	19.2	19.4	19.0	19.6	20.4	20.7	21.4	21.6	20.1	20.9
dont ménages	9.9	8.9	7.4	7.4	7.9	8.5	9.0	9.4	10.0	9.4	10.1	9.3	10.2
entreprises <sup>2</sup>	8.5	10.6	11.1	11.8	11.5	10.6	10.6	10.9	10.7	11.9	11.5	10.8	10.7
du secteur public <sup>3</sup>	0.5	0.6	1.5	1.9	2.4	2.5	1.4	-0.6	-2.5	-2.4	-1.9	-1.4	-0.9
Investissement <sup>1</sup>													
de la nation	19.0	19.7	20.4	21.4	22.4	22.8	21.6	19.6	17.2	18.4	18.4	17.2	16.9
du secteur privé	15.6	16.9	17.0	17.8	18.7	18.8	18.0	16.1	13.6	14.8	14.9	14.0	14.3
dont ménages	6.5	6.5	6.3	6.0	6.6	6.4	5.7	5.0	4.5	4.6	4.5	4.6	4.7
entreprises <sup>2</sup>	9.1	10.4	10.7	11.8	12.1	12.4	12.3	11.1	9.1	10.3	10.4	9.4	9.6
du secteur public <sup>3</sup>	3.4	2.8	3.3	3.6	3.6	4.0	3.5	3.5	3.6	3.6	3.5	3.2	2.6
Capacité de financement <sup>1</sup>													
de la nation	0.0	0.4	-0.4	-0.3	-0.6	-1.3	-0.6	0.1	1.0	0.6	1.4	1.4	3.1
du secteur privé	2.9	2.6	1.5	1.4	0.6	0.3	1.6	4.2	7.1	6.5	6.8	6.1	6.6
dont ménages	3.4	2.4	1.1	1.4	1.2	2.1	3.3	4.4	5.4	4.9	5.6	4.7	5.5
entreprises <sup>2</sup>	-0.5	0.2	0.4	0.0	-0.6	-1.8	-1.8	-0.2	1.6	1.7	1.1	1.4	1.1
du secteur public <sup>3</sup>	-2.9	-2.2	-1.9	-1.7	-1.2	-1.6	-2.2	-4.1	-6.1	-6.0	-5.4	-4.6	-3.5

1. En pourcentage du PIB. Source INSEE.

2. Sociétés et quasi-sociétés, institutions financières, entreprises d'assurance et administrations privées.

3. Administrations publiques.

s'expliquer dans le cadre des modèles conventionnels de balance commerciale.

### La balance commerciale

Pour saisir la notion de contrainte extérieure, il suffit de raisonner sur une version très simplifiée du modèle de balance courante. Ce modèle revient à considérer que les exportations et les importations obéissent aux comportements de demande respectivement des agents étrangers et nationaux, et que les prix d'exportation et d'importation reflètent les comportements d'offre respectivement des producteurs nationaux et étrangers<sup>3</sup>.

On considère un modèle à deux pays, l'économie nationale et l'économie étrangère, cette dernière étant désignée par une '\*', dans lequel chaque pays produit un seul bien, le bien national et le bien étranger, ces deux biens étant supposés imparfaitement substituables. Désignons par  $X$  les exportations en volume et par  $X^*$  les importations (les exportations de l'économie étrangère). Désignons par  $P_x$  le prix d'exportation, c'est-à-dire le prix du produit national sur le marché étranger, par  $P_x^*$  le prix d'importation, c'est-à-dire le prix du producteur étranger sur le marché national exprimé en devise étrangère. Enfin, désignons par  $E$  le taux de change nominal. La balance commerciale s'écrit :

$$BC = P_x X - EP_x^* X^* \quad (1)$$

Le taux de couverture  $Z$ , qui est le rapport entre la valeur des exportations et la valeur des importations, se décompose en un effet prix et un effet volume,

$$Z = \frac{P_x X}{EP_x^* X^*} = \frac{X / X^*}{EP_x^* / P_x} = \frac{Z_x}{\Pi_T} = 1 + \frac{BC}{EP_x^* X^*}, \quad (2)$$

où  $Z_x$  est le rapport des exportations aux importations en volume et  $\Pi_T$  désigne les termes de l'échange<sup>4</sup>, c'est-à-dire le prix relatif des importations aux exportations. La dernière égalité

montre que l'on passe très facilement du taux de couverture à la balance commerciale  $BC$ .

La théorie de la demande transposée dans le cas particulier considéré ici, suggère que les exportations  $X$  et les importations  $X^*$  sont respectivement fonction, d'une part du revenu étranger  $Y^*$  et du revenu national  $Y$ , d'autre part des prix relatifs des deux producteurs  $\Pi_x$  et  $\Pi_x^*$  respectivement sur les marchés étrangers et nationaux :

$$\Pi_x = \frac{EP_d^*}{P_x} \quad \text{et} \quad \Pi_x^* = \frac{P_d}{EP_x^*}, \quad (3)$$

où  $P_d$  est le prix du producteur national sur le marché national,  $P_d^*$  est le prix du producteur étranger sur son propre marché.

Par souci de simplicité, on prendra des approximations log-linéaires en notant les logarithmes par des minuscules :

$$x = \alpha^* y^* + \beta^* \pi_x \quad \text{et} \quad x^* = \alpha y + \beta \pi_x^*, \quad (4)$$

où  $\alpha$ ,  $\alpha^*$ ,  $\beta$  et  $\beta^*$  sont des coefficients positifs.

Le logarithme  $z$  du taux de couverture (qui est à peu près égal au rapport de la balance commerciale aux importations) est lié aux revenus et aux différents prix relatifs par la relation suivante :

$$z = x - \pi_T - x^* = \alpha^* y^* - \alpha y + \beta^* \pi_x - \beta \pi_x^* - \pi_T. \quad (5)$$

### Croissance et taux de change réel

Pour comprendre en quoi la stabilité du taux de change réel peut entrer en contradiction avec le plein emploi, il est possible de raisonner dans le cas simple où les marchés des biens sont parfaitement intégrés. Dans ce cas, la possibilité d'arbitrage entre les marchés nationaux et étrangers interdit aux producteurs de dis-

criminer les prix et la loi du prix unique s'applique pour le bien national comme pour le bien étranger.

$$p = p_x = p_d \quad \text{et} \quad p^* = p_x^* = p_d^*. \quad (6)$$

Dès lors, il n'y a qu'un prix relatif, le taux de change réel  $\Pi$ , défini comme le prix relatif des biens étrangers aux biens nationaux, exprimés dans la même unité monétaire, soit en logarithme :

$$\pi = \pi_x = -\pi_x^* = \pi_T. \quad (7)$$

Dans ce cas, le logarithme du taux de couverture peut être approximé par une fonction log-linéaire du revenu et du taux de change réel :

$$z = \alpha y^* - \alpha^* y + \delta \pi, \quad (8)$$

où l'on suppose que  $\delta = \beta + \beta^* - 1$  est positif<sup>5</sup>.

Bien qu'elle soit tout à fait rudimentaire, cette relation permet de comprendre la nature de la contrainte externe, c'est-à-dire le trade off entre les gains de croissance et la stabilité du taux de change réel. Pour aller à l'essentiel, supposons que  $\alpha = \alpha^*$  et supposons que le gouvernement ait pour objectif l'équilibre de la balance courante (commerciale),  $z = 0$ , pour que la position de l'économie nationale reste nulle. Il existe alors une relation positive entre le différentiel de croissance entre les deux économies et la dépréciation du taux de change réel.

$$\dot{y} - \dot{y}^* = \delta / \alpha (\dot{e} + \dot{p}^* - \dot{p}) \quad (9)$$

Supposons maintenant que, pour une raison quelconque, l'économie nationale ait une croissance potentielle plus rapide que l'économie étrangère. Le maintien du plein emploi dans les deux économies exige alors une dépréciation continue, en termes réels, de la monnaie nationale. Tant que la possibilité de dévaluation du taux de change était ouverte, la dépréciation

réelle a été obtenue par des dévaluations successives<sup>6</sup>. Mais avec la nécessité d'établir une crédibilité anti-inflationniste renforcée par la perspective de l'Union économique et monétaire (UEM), les autorités françaises à la suite du tournant de la rigueur de 1983 se sont progressivement converties à une stratégie de taux de change fixe vis-à-vis du deutsche mark. Ainsi ont été jetées les bases d'une nouvelle stratégie dite de « désinflation compétitive ».

### La désinflation compétitive

Dans les conditions définies par (6) et avec un taux de change nominal parfaitement fixe  $\dot{\epsilon} = 0$ , la seule façon d'obtenir une dépréciation réelle compatible avec le plein emploi est de réduire le taux d'inflation national au-dessous de celui du partenaire étranger :

$$\dot{p} - \dot{p}^* = -\alpha / \delta(\dot{y} - \dot{y}^*) < 0. \quad (10)$$

Cette stratégie dite de « désinflation compétitive » a constitué l'un des grands principes de la politique macro-économique française depuis 1983 jusqu'à récemment. Elle devait permettre une croissance plus rapide grâce à l'amélioration de la compétitivité des entreprises françaises et le desserrement de la contrainte extérieure limitant la croissance. Cependant, la responsabilité de la désinflation compétitive dans les succès récents du commerce extérieur français est loin d'être établie.

Si la désinflation compétitive était la cause des récents surplus de balance commerciale, on devrait observer une dépréciation réelle du franc, or ce n'est pas le cas. Comme on l'a vu plus haut, le taux de change réel du franc, calculé par rapport aux partenaires de l'OCDE, fluctue largement autour d'une tendance grossièrement stationnaire. Même lorsqu'on le calcule par rapport aux seuls pays de l'Union européenne, l'indicateur de taux de change réel montre très clairement qu'une dépréciation réelle du franc a été obtenue entre 1986 et mi-1992, mais que la crise

du Système monétaire européen (SME) a effacé presque entièrement les avantages compétitifs ainsi conquis. Si l'on observe bien une dépréciation réelle du franc par rapport aux autres monnaies du SME de 1987 à 1992, le franc s'apprécie en termes réels à partir de 1990 vis-à-vis des monnaies des pays de l'OCDE, bien avant la crise du SME. Cette appréciation résulte en fait de l'appréciation du mark (auquel le franc est lié) à la suite de l'unification allemande.

La faille de la stratégie de désinflation compétitive est que le SME n'était pas véritablement un système de taux de change parfaitement fixes. Il prévoyait en effet explicitement la possibilité de réajuster les parités centrales. L'idée a rapidement prévalu qu'il fallait que, dans la gestion des réalignements, les pays vertueux conservent au moins une partie des avantages de compétitivité conquis grâce à la modération de l'inflation. Si les dévaluations devaient rester possibles, il était entendu que les réajustements décidés en commun ne devaient pas corriger intégralement les écarts d'inflation cumulés, de manière à inciter à une plus grande stabilité des prix et à dissuader les dévaluations compétitives. Dès lors, expliquait Trichet [1992], la stratégie de désinflation compétitive demeurait toujours gagnante.

Pendant un temps, le système a bien fonctionné, les réajustements de parités ne compensant pas totalement les différentiels d'inflation cumulés (Commission des communautés européennes, [1991]). Mais, pour un nombre croissant de pays, les écarts de compétitivité sont devenus tels que les marchés ont refusé de croire à un ajustement des prix internes sans recours à la dévaluation. Alors, des attaques spéculatives ont forcé les autorités de ces pays à sortir du SME et à laisser flotter leur monnaie. Cela a été le cas de la livre anglaise en 1991 puis, lors des crises de change de 1992/1993, celui de la lire italienne et de la peseta espagnole. En fait, la stratégie de désinflation compétitive n'a fonctionné que tant que les partenaires ont eu intérêt à rester dans le mécanisme de change européen. Les monnaies qui sont sorties du SME se sont mises à fluctuer au gré du marché. A plus forte raison, la stratégie de désinflation compétitive ne pouvait



avoir d'efficacité au-delà des limites du SME, le deutsche mark flottant vis-à-vis du dollar et du yen.

La dépréciation des monnaies européennes flottantes a parfois plus que compensé les différentiels d'inflation. Toutefois, ce phénomène n'a rien à voir avec une dévaluation compétitive. D'une part, on ne peut pas, à strictement parler, avoir de dévaluation d'une monnaie dont le taux de change flotte. D'autre part, même en élargissant la notion, il n'y a pas d'indice que les autorités monétaires aient cherché à déprécier leur monnaie au-delà de ce que le marché déterminait.

Ainsi, si la stratégie de désinflation compétitive a sans doute permis d'obtenir une inflation modérée et une restauration des marges des entreprises françaises, elle n'a eu aucun effet détectable sur le taux de change réel. Elle n'a donc pu avoir aucun effet significatif sur les prix relatifs et, par conséquent, elle ne peut expliquer les surplus de balance commerciale par le simple jeu d'un effet de compétitivité-prix<sup>7</sup>.

### **Le rôle du cycle**

Une interprétation moins optimiste souvent avancée attribue les surplus récents de la France à la faiblesse de l'activité en France (voir par exemple Milewski, [1997]). Cette interprétation relève encore du modèle de balance commerciale. En effet, supposons que le taux de change réel assure que la balance soit juste équilibrée dans le cas où le plein emploi est réalisé, de sorte que

$$z = \alpha(\bar{y}^* - \bar{y}) + \delta\bar{\pi} = 0. \quad (11)$$

Si les productions nationales et étrangères,  $y$  et  $y^*$ , peuvent s'écarter, au moins temporairement, de leur niveau de plein emploi  $\bar{y}$  et  $\bar{y}^*$ , on a :

$$z = \alpha(y^* - y) + \delta\bar{\pi} = \alpha[(y^* - \bar{y}^*) - (y - \bar{y})]. \quad (12)$$

On voit bien que la balance commerciale peut s'améliorer si le sous-emploi s'aggrave dans l'économie nationale, la situation de l'économie étrangère restant inchangée. Cette dernière condition est toutefois essentielle car l'expression ci-dessus fait apparaître que la balance commerciale dépend en fait de la différence des écarts (en pourcentage) entre la production et la production potentielle<sup>8</sup>. Si les économies nationales et étrangères ont des cycles synchrones et comparables, le sous-emploi national ne peut expliquer les surplus commerciaux. Si, en revanche, les cycles sont asynchrones, ce mécanisme peut jouer de manière significative sur la balance commerciale. Cependant, l'observation directe laisse penser que ce ne peut être l'unique explication des surplus de balance commerciale car les soldes bilatéraux s'améliorent même dans les cas où les cycles sont synchrones. Il faut donc affiner l'analyse.

On peut chercher à estimer de manière plus précise la composante cyclique de la balance commerciale. Cela suppose que l'on évalue d'abord la composante cyclique du mouvement économique d'ensemble dans l'économie nationale et dans l'économie étrangère, puis que l'on estime la contribution des écarts aux PIB potentiels au solde de la balance commerciale<sup>9</sup>. Les estimations effectuées par Erkel-Rousse et *al.* [1997], utilisant une méthodologie de ce type, suggèrent qu'en 1996 entre un quart et un tiers du solde manufacturier serait de nature conjoncturelle. Cette estimation confirme que la position cyclique de la France a contribué à amplifier les surplus de balance commerciale mais que cette cause ne saurait à elle seule expliquer un phénomène qui se présente plutôt comme une rupture structurelle qui fait passer d'une tendance permanente aux déficits à une tendance permanente aux surplus.

La mesure de la composante cyclique du solde commercial repose sur la décomposition du mouvement économique en tendance et écart à la tendance. Or cette décomposition pose des problèmes conceptuels redoutables. En effet, les évolutions historiques ne permettent pas d'écarter les ruptures de trend de la production potentielle. Lorsqu'une fluctuation de grande ampleur se produit, il est extrêmement difficile de distinguer s'il s'agit d'un

phénomène permanent ou transitoire. En particulier, il est difficile de savoir dans quelle mesure la production a subi une baisse passagère et réversible ou dans quelle mesure on a affaire depuis le début des années quatre-vingt-dix soit à une baisse durable du niveau de la production potentielle, soit à une réduction du rythme de la croissance potentielle. Si la croissance française était durablement ralentie, l'explication cyclique des surplus apparaîtrait encore plus fragile. Le taux de change réel deviendrait rapidement inadéquat. Il faudrait une appréciation réelle du franc, et sans doute d'autres types d'ajustements de moyen terme impliquant vraisemblablement des surplus durables. Cette piste sera explorée dans la dernière section.

### **Le rôle de la discrimination des prix**

C'est une autre hypothèse que l'on se propose de remettre en cause maintenant. On a en effet, par souci de simplification, supposé que les prix des producteurs sont identiques sur les marchés domestiques et extérieurs. Or, cette hypothèse est en contradiction avec de nombreuses observations. Les producteurs ont en effet des stratégies actives de prix par lesquelles ils espèrent modifier leurs parts de marché. Cela affecte inévitablement les flux commerciaux.

Même lorsque les frontières sont complètement ouvertes, un certain cloisonnement naturel des marchés des biens existe. Les arbitrages entre le marché domestique et le marché étranger, s'ils sont possibles, peuvent s'avérer coûteux pour les consommateurs car les réseaux commerciaux diffèrent ou car les informations ne sont pas aisément accessibles ou encore, car il faut se déplacer<sup>10</sup>. L'existence d'un cloisonnement ouvre une marge de manœuvre supplémentaire pour le producteur. Par exemple, il peut apparaître optimal de ne pas répercuter intégralement les fluctuations du taux de change dans les prix pratiqués sur les marchés étrangers parce qu'il est coûteux de s'ajuster à une demande qui fluctue. Si les fluctuations du taux de change apparaissent comme temporaires, il peut paraître souhaitable de suivre

une stratégie de prix déterminée par les conditions du marché local (« pricing to market »). Si le cloisonnement des marchés apparaît comme un phénomène durable, les entreprises peuvent avoir intérêt à pratiquer une discrimination de prix permanente entre les marchés nationaux et étrangers.

Si les marchés sont cloisonnés, l'hypothèse d'homogénéité internationale des prix (6) ne se justifie plus. Les producteurs peuvent bien réduire leurs prix à l'exportation mais ils ne peuvent le faire (à prix de production inchangé) qu'en compensant la baisse de prix des exportations par une augmentation des prix pratiqués sur le marché intérieur, contrainte que l'on écrira sous la forme :

$$\text{et} \quad \begin{aligned} p &= \gamma p_d + (1 - \gamma) p_x, & 0 < \gamma < 1 \\ p^* &= \gamma^* p_d^* + (1 - \gamma^*) p_x^*, & 0 < \gamma^* < 1. \end{aligned} \quad (13)$$

Alors la relation (5) dans le cas général peut s'écrire :

$$z = \alpha y^* - \alpha^* y + \delta \pi - \eta (p_x - p) + \eta^* (p_x^* - p^*), \quad (5')$$

$$\text{avec } \eta = \beta - \beta^* \frac{(1 - \gamma)}{\gamma} - 1 \text{ et } \eta^* = \beta^* - \beta \frac{(1 - \gamma^*)}{\gamma^*} - 1. \quad (14)$$

Cette expression permet d'aller plus loin dans la compréhension des déterminants de la balance commerciale. Supposons que les producteurs nationaux, ayant déterminé leur prix de production, décident de réduire les prix à l'exportation de 1 %. Cette réduction affecte la balance commerciale suivant trois canaux. En premier lieu, elle suscite une augmentation de la demande étrangère de  $\beta$  %. En deuxième lieu, ayant réduit les prix des exportations, les producteurs doivent augmenter leurs prix sur le marché intérieur de  $(1 - \gamma) / \gamma$  %, ce qui rend les productions nationales moins attractives sur ce marché et augmente les importations de  $\beta^* (1 - \gamma) / \gamma$  %. Mais, en troisième lieu, ayant réduit les prix d'exportation de 1 %, les producteurs nationaux

ont également réduit de 1 % les termes de l'échange. Si le taux de change réel  $\Pi$  reste inchangé, on obtient une variation de  $\eta\%$  de la balance commerciale. Le sens de cette modification dépend des paramètres définis plus haut. Supposons que l'élasticité-prix des exportations soit assez forte pour que  $\eta$  soit positif, alors une réduction de prix des exportations couplée à une augmentation des prix pratiqués sur le marché intérieur améliore la balance commerciale. Ce comportement de prix tend à amortir les chocs sur le solde extérieur et facilite le respect de la contrainte extérieure.

### Analyse économétrique de la balance commerciale

Les développements précédents nourrissent des doutes sur la capacité des modèles de balance commerciale à rendre compte des évolutions récentes. Comme on va le voir, l'analyse économétrique que l'on reprend de Agénor et Bismut (1995)<sup>11</sup> confirme ces doutes. Le test effectué repose sur un modèle à correction d'erreur dont le long terme coïncide avec la relation (5),

$$\dot{z} = a \dot{y}^* - a^* \dot{y} + d \dot{\pi}^* - \lambda [z_{-1} - \alpha y_{-1}^* + \alpha^* y_{-1} - \delta \pi_{-1}], \quad (15)$$

où  $z$  est le log du taux de couverture en valeur (approximativement égal au rapport de la balance commerciale aux importations),  $y$  et  $y^*$  sont respectivement le PIB national et le PIB du reste du monde,  $\pi$  est le log du taux de change réel calculé à partir des prix de consommation. Les coefficients  $\delta$ ,  $\alpha$  et  $\alpha^*$  s'interprètent de la même manière que dans l'expression (5). La stationnarité de  $z$ ,  $\pi$ ,  $y$  et  $y^*$  étant rejetée, le modèle a été estimé en différences premières.

Les résultats reportés dans le tableau n° 3 appellent les commentaires suivants. L'effet du taux de change réel est comparable à celui que l'on admet usuellement. L'effet du cycle est significatif. Les élasticités de long terme sont relativement fortes mais très imprécises. Les restrictions  $\alpha = \alpha^*$  et  $a = a^*$  sont acceptées.

Tableau 3  
Estimation d'un modèle de balance commerciale

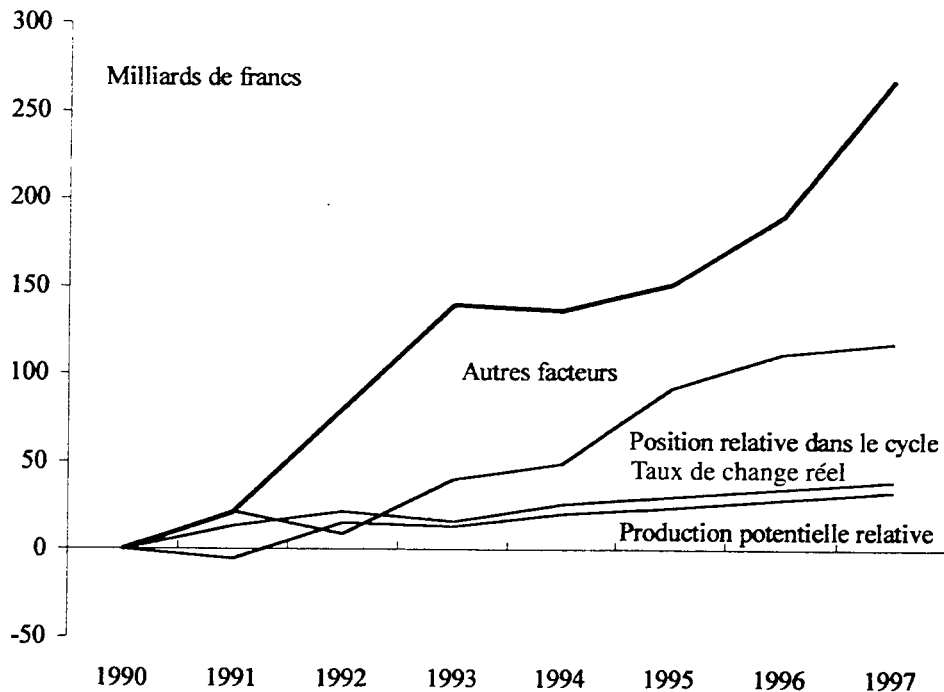
$$\ddot{z} = a \dot{y}^* - a^* \ddot{y} + d \ddot{\pi}^* - \lambda [\dot{z}_{-1} - \alpha \dot{y}_{-1}^* + \alpha^* \dot{y}_{-1} - \delta \dot{\pi}_{-1}]$$

	$d$	$a^*$	$a$	$\lambda$	$\delta$	$\alpha$	$\alpha^*$	$R^2$	DW
Non contraint	0.5126 (0.213)	2.107 (0.747)	1.5812 (0.663)	1.5092 (0.093)	0.5415 (0.180)	1.8406 (0.673)	1.4216 (0.616)	0.66	1.67
$\alpha = \alpha^*$	0.4789 (0.212)	1.8990 (0.727)	1.7256 (1.653)	1.4950 (0.092)	0.5015 (0.179)	1.5148 (0.618)		0.65	1.65
$\alpha = \alpha^*$ et $a = a^*$	0.4766 (0.211)	1.789 (0.601)		1.4929 (0.091)	0.4959 (0.177)	1.4774 (0.601)		0.65	1.65

Source : Agénor et Bismut [1995].

Cependant, le modèle ne simule pas les évolutions récentes comme le montre la contribution des facteurs (figure n° 3). On vérifie que le taux de change réel n'explique pratiquement rien, que le décalage conjoncturel explique de l'ordre d'un tiers de la

Figure 3  
Contributions des différents facteurs aux variations de la balance commerciale



variation du solde depuis 1990, résultat conforme à celui qu'obtient Erkel-Rousse et *al.* [1997]. En revanche, les facteurs résiduels expliquent l'essentiel de cette variation. L'analyse économétrique recoupe d'assez près l'analyse précédente.

## Conclusion

A l'issue de cette section, on arrive à une double conclusion. D'une part, la contrainte extérieure tend à s'effacer. D'autre part, le modèle de balance commerciale ne retrace plus correctement les évolutions. Les deux outils conceptuels conventionnels permettant l'analyse de la balance courante ne semblent plus remplir leur fonction de manière satisfaisante.

## Réinterprétation des surplus extérieurs

Dire qu'il y a une contrainte extérieure signifie que les marges de manœuvre de la politique économique sont réduites parce que des forces économiques supérieures à celles des autorités nationales imposent le respect d'un certain équilibre extérieur<sup>12</sup>. Mais pourquoi ? Et par quelle fatalité un pays qui décide de s'ouvrir à l'extérieur se verrait-il aussitôt privé de la possibilité de devenir créancier ou débiteur net vis-à-vis de l'étranger en raison de ses caractéristiques propres et des préférences de ses habitants ? En effet, le solde extérieur ne signifie rien pour les agents micro-économiques. Il résulte de l'agrégation des transactions entre résidents et non-résidents, et une position extérieure nette en équilibre ne présente *a priori* aucun caractère d'optimalité. Imposer l'équilibre extérieur par des mesures de politiques économiques reviendrait à interdire au secteur privé de bénéficier complètement d'un certain type d'avantages à l'échange. Il serait possible

d'échanger un bien contre un bien, mais il ne serait pas possible d'échanger un bien aujourd'hui contre un bien demain, même si nationaux et étrangers y trouvaient leur avantage mutuel.

Or, c'est un fait, les performances extérieures et, en particulier, le solde courant exercent une influence sur les marchés. Les agents privés s'inquiètent lorsque le solde des paiements accuse un déséquilibre trop important et leur comportement précipite l'apparition de crises de change. Mais lorsque le déficit courant est justifié et soutenable et que les marchés financiers sont décloisonnés, alors les investisseurs prennent les paris. L'épargne se déplace d'un pays à un autre et le strict équilibre de la balance courante ne constitue plus une norme<sup>13</sup>. La logique qui prévaut alors est essentiellement une logique intertemporelle et le modèle de balance commerciale devient inadéquat. Si l'on retient cette approche, les évolutions de la balance courante trouvent des interprétations relativement simples en termes de lissage de la consommation. Les caractéristiques structurelles de la France relativement à celles des économies étrangères justifient, dans le moyen terme, que le solde de la balance courante soit positif. Le rétablissement des grands équilibres, puis la libéralisation des marchés des capitaux après le tournant de la rigueur de 1983, ont permis un financement des déficits extérieurs justifiés par l'ajustement de l'industrie française avant l'entrée dans le marché unique, sans pression sur la monnaie à la fin des années quatre-vingt. Mais, une fois cette phase terminée, des excédents sont apparus, conformément aux caractéristiques structurelles de l'économie française mais aussi en raison des évolutions budgétaires.

### **Les justifications structurelles de l'excédent courant français**

Dans un monde à deux pays identiques, si les capitaux sont parfaitement mobiles, il est trivial que la balance extérieure sera équilibrée. Mais dès lors que les pays diffèrent d'une manière ou d'une autre, l'équilibre de la balance courante ne peut résulter que d'une coïncidence improbable, à moins que les politiques éco-



nomiques ne se voient assigner, normativement ou sous la contrainte des marchés, un objectif d'équilibre de balance courante. Parmi une infinité de caractéristiques tendant à différencier les pays les uns par rapport aux autres, justifiant ainsi des déséquilibres de balance courante, certaines jouent un rôle particulièrement important comme le degré de développement et la structure d'âge de la population (Williamson, [1994]), mais aussi la technologie, les préférences, le degré de stabilité politique, la taille du pays et son degré de spécialisation, le poids du secteur public, etc.

Il n'est pas surprenant, ni alarmant que les pays en développement aient tendance au déficit alors que les pays développés dégagent des surplus courants. En effet, le retard de développement se caractérise en particulier par une intensité capitalistique relativement faible. Si l'on raisonne dans une logique néoclassique, on s'attend à ce que, toutes choses égales par ailleurs, l'efficacité marginale du capital soit plus forte dans les pays les moins développés. L'ouverture des frontières doit entraîner un déplacement de l'épargne des pays développés vers les pays moins développés, c'est-à-dire un déficit de ces derniers. La France, au même titre que les autres pays développés, devrait être structurellement excédentaire.

Certaines forces peuvent contredire ces tendances fondamentales. Les investissements dans les pays en développement ou en transition comportent des risques élevés justifiant des primes de risques. Celles-ci peuvent réduire, voire inverser, l'attractivité relative des pays en développement par rapport aux pays développés. Par ailleurs, les pays industrialisés présentent d'autres avantages qui peuvent compter pour les investisseurs : ils offrent une main-d'œuvre davantage qualifiée, des partenaires privés et des services publics de meilleure qualité<sup>14</sup>. Enfin, les pays en développement peuvent ne pas disposer des technologies les plus avancées dont l'accès est limité par un savoir-faire ou par des brevets.

La structure démographique joue également un rôle important. L'hypothèse du cycle de vie permet de comprendre pourquoi les phénomènes de vieillissement et de rajeunissement

de la population peuvent avoir un impact sur l'épargne et la consommation, et donc sur la balance courante. Un pays dont la population est jeune, donc à épargne faible, a tendance au déficit alors qu'un pays dont la population est en moyenne plus âgée, arrivée en phase d'épargne intensive, tend à dégager des surplus. Enfin, le pays redevient déficitaire quand une fraction de la population atteint l'âge de la retraite. Parce que leur population est en général plus âgée, les pays développés ont une raison de plus de dégager des excédents. Mais l'argument s'applique aussi aux relations entre pays développés. Même au sein des pays de la zone OCDE, la France présente des caractéristiques qui justifient un surplus plutôt qu'un déficit. C'est un pays qui vieillit rapidement, moins que certains comme l'Allemagne et le Japon, mais plus que d'autres comme les Etats-Unis et le Canada. On devrait donc observer des surplus français, même par rapport à la zone OCDE (Coudert, [1990]).

On ne peut exclure que les différences dans les comportements d'épargne soient liées à des degrés de préférence pour le présent variables d'un pays à un autre. Sachs [1981] et [1982] avait bien remarqué que certains pays ont une tendance à consommer plus que ce qu'impliquerait le taux d'intérêt réel et d'autres moins (consumption tilting)<sup>15</sup>. Cependant, les économistes n'ont pas donné une explication convaincante de ces biais effectivement constatés. Ce peut n'être qu'une apparence due à un phénomène d'agrégation. On peut penser, par exemple, que les personnes âgées ont une préférence plus forte pour le présent et donc qu'une société vieillissante désépargnerait, mais l'observation directe ne confirme pas cette hypothèse. Bosworth et *al.* [1991] montrent par exemple que les retraités japonais ont un taux d'épargne comparable aux personnes en activité, ce qui contredit l'hypothèse du cycle de vie. A l'inverse, on peut invoquer une sorte d'impatience de la jeunesse pour expliquer le taux d'épargne faible des populations jeunes, mais sur ce point l'hypothèse du cycle de vie donne une explication plus convaincante.

La situation budgétaire peut avoir des incidences sur la balance courante. Suivant la vision conventionnelle, une désépargne de l'Etat tend à creuser le déficit (thèse dite des déficits

jumeaux). Mais si le secteur privé prend en compte la contrainte de budget (intertemporelle) du gouvernement, il réagit en modifiant son comportement d'épargne. Un déficit aujourd'hui peut annoncer une augmentation des prélèvements demain. Dans ce cas, les ménages augmenteront leur épargne. Si la situation budgétaire exige que le gouvernement réduise la dette publique de manière significative, les ménages anticiperont une baisse de leur revenu disponible et ils réduiront drastiquement leur consommation. Au-delà des questions de degré ou de modalité, la thèse qui prévaut aujourd'hui est que l'endettement du secteur public en France est devenu excessif et qu'il faut un ajustement budgétaire vigoureux sur le moyen terme. Cela signifie que les besoins de financement de l'Etat vont se réduire et, à moins que cela suscite un boom de l'investissement privé (ce que l'on ne peut exclure), on devrait voir se confirmer une tendance à l'excédent courant.

### **Retour sur la nature de la contrainte extérieure**

La contrainte extérieure n'est pas une fatalité tombée du ciel. Elle résulte de l'interaction de l'action des gouvernements et des agents privés eux-mêmes. Ce que les agents privés engagés dans l'échange et dans l'investissement international redoutent par dessus tout, ce sont les interventions inopinées des Etats visant à modifier les résultats de leurs actions à leur désavantage. Mais ils ne voient pas d'inconvénients à ce que la puissance publique intervienne en leur faveur. La focalisation sur la balance des paiements est donc compréhensible car une position nette déficitaire est une situation dans laquelle les résidents engagés dans l'échange auraient, en moyenne, avantage à ce que l'Etat, au nom de la souveraineté nationale, les dispense de remplir intégralement leurs obligations vis-à-vis des étrangers. La position nette apparaît donc comme une mesure de la tentation pour l'Etat d'intervenir sous une forme ou sous une autre : restrictions à l'échange, contrôle des mouvements de capitaux, manipulation des taux de changes, etc. Si les agents privés non-résidents, réagissent ration-

nellement, ils anticipent les interventions, font monter les primes de risques et des pressions s'exercent sur la monnaie nationale.

Dans la mesure où les gouvernements garantissent de manière crédible des conditions de convertibilité de la monnaie, la libre circulation des capitaux et les droits de la propriété, la contrainte extérieure tend à disparaître et des soldes de balance des paiements peuvent s'écarter durablement de l'équilibre<sup>16</sup>. Cela ne signifie pas que la compétitivité n'a plus aucun rôle. Un secteur privé compétitif réduit la tentation pour l'Etat d'intervenir et contribue donc à desserrer la contrainte extérieure. D'un autre côté, l'intégration des marchés accroît le coût d'intervention des Etats car les mesures de rétorsion sont d'autant plus graves que les créances détenues sur l'étranger sont importantes. Ce qui compte de ce point de vue, c'est la taille des créances brutes et non nettes. L'orientation de plus en plus affirmée des politiques économiques nationales, dans le sens d'un décloisonnement des marchés des capitaux internes, et le démantèlement des contrôles des mouvements des capitaux, évolutions majeures et générales des années quatre-vingt, en augmentant les encours de créances réciproques, ont rendu les interventions improbables, du moins dans le cercle des pays industrialisés.

En France, en même temps que la contrainte extérieure se desserre, les déterminants du solde extérieur se modifient profondément. Le solde extérieur tend à devenir insensible aux mouvements du taux de change lorsque ceux-ci sont d'une ampleur limitée. On voit les surplus apparaître alors qu'on ne décèle aucune tendance à la dépréciation réelle du franc. Les chocs sont en partie amortis par une flexion des taux de marge à l'export, les entreprises adoptant des stratégies actives sur les marchés étrangers et un comportement de « pricing to market ». Quand les limites de la flexibilité des marges semblent atteintes, les marchés suscitent des corrections de taux de change nominal. On observe que les surplus français tendent à s'accumuler sans pour autant que se développent des tendances correctrices à l'appréciation.

Les comportements de demande se modifient profondément eux aussi et le modèle de balance commerciale devient

relativement inadéquat. A partir du moment où les imperfections se réduisent sur les marchés financiers nationaux et internationaux, les individus peuvent effectuer des arbitrages intertemporels plus actifs et leur consommation de produits nationaux comme de produits étrangers devient de moins en moins étroitement dépendante de leur revenu instantané. Ce sont les fondements même de la contrainte extérieure qui s'effacent, laissant apparaître en même temps les comportements intertemporels.

### **Mobilité des capitaux et comportements intertemporels**

L'un des reproches que l'on a coutume d'adresser au modèle de balance commerciale est qu'il ne considère qu'un équilibre partiel. C'est un reproche en partie injustifié. Si les biens nationaux et étrangers sont imparfaitement substituables, mais si à l'inverse les marchés des capitaux sont parfaits, la balance courante est déterminée par la balance commerciale et la balance des paiements se solde sur le marché des capitaux. Autrement dit, les sorties nettes de capitaux sont justes suffisantes pour que la balance courante soit égale à la balance en capital. On peut évidemment remettre en cause la perfection du marché des capitaux, mais c'est une autre critique. Dans ce cas, la balance commerciale et la balance en capital interagissent, notamment par le canal du taux d'intérêt.

Cependant, si l'on retient l'hypothèse de marchés des capitaux parfaits, alors le modèle de balance commerciale tombe sous une critique bien plus grave : ce modèle ignore la nature intertemporelle du comportement des agents, précisément dans le cas où cet aspect prendrait toute son importance. En effet, le partage entre l'épargne et la consommation est fondamentalement un arbitrage dans le temps et, en l'absence d'imperfections de marché, l'évolution de l'épargne doit refléter la nature intertemporelle des comportements sous-jacents. Toutefois, si cela est vrai, la balance courante, qui n'est autre que la différence entre l'épargne et l'investissement national, doit aussi porter la trace de ces comportements intertemporels. Pour comprendre cela, il suffit de rai-

sonner sur le modèle le plus simple repris de Obstfeld et Rogoff [1995].

Considérons le cas de parfaite substituabilité entre les biens nationaux et étrangers. Dans ce cas, la loi du prix unique est vérifiée et le taux de change réel (égal à l'unité) n'intervient plus dans la détermination de l'équilibre du marché des biens, ni dans la détermination de la balance commerciale. La parfaite flexibilité des prix assure à tout moment l'égalité de l'offre mondiale et de la demande mondiale. Le taux d'intérêt réel (mondial) est déterminé par le marché des biens. Si l'on considère l'économie nationale, la balance courante à la période  $t$  est la différence entre l'épargne nationale  $S_t$  et l'investissement national  $I_t$ . Mais l'épargne nationale est égale à la différence entre le revenu et la consommation nationale privée et publique :

$$CA_t = S_t - I_t = r_t A_t + Y_t - C_t - I_t - G_t. \quad (1)$$

On montre que si le consommateur maximise une fonction d'utilité isoélastique sous la seule contrainte que la valeur actualisée du flux de consommation ne doit pas dépasser sa richesse (actif initial et revenus futurs actualisés), la consommation dépend des ressources permanentes, c'est-à-dire des revenus de l'actif initial augmentés du revenu disponible permanent<sup>17</sup>.

$$C_t^* = \xi[\bar{r} A_t + \bar{Y}_t - \bar{G}_t - \bar{I}_t], \quad (2)$$

où la valeur permanente d'une variable  $X$  est définie par

$$\bar{X} = \frac{\sum_{s=t}^{\infty} R_t^s X_s}{\sum_{s=t}^{\infty} R_t^s}, \text{ avec } R_t^s = \frac{1}{\prod_{v=t+1}^s (1 + r_v)}. \quad (3)$$

Cette expression souligne que, sous les hypothèses choisies, le consommateur tend à lisser sa consommation face aux fluctuations du revenu. En substituant dans (1), on obtient

$$CA_t^* = (r_t - \bar{r}_t)A_t + (Y_t - \bar{Y}_t) - (G_t - \bar{G}_t) - (I_t - \bar{I}_t) + \varepsilon(\bar{r}_t A_t + \bar{Y}_t - \bar{G}_t - \bar{I}_t), \quad (4)$$

où  $\varepsilon$  est nul dans le cas où le taux d'intérêt réel est égal au taux de préférence pour le présent<sup>18</sup>.

Cette expression fait apparaître l'opposition entre les chocs permanents et les chocs transitoires. On voit bien par exemple qu'une baisse du revenu, si elle est temporaire, crée un déficit de la balance courante mais qu'elle entraîne un excédent de la balance courante si elle est durable. La raison en est claire : les consommateurs qui cherchent à lisser leur consommation préfèrent s'endetter lorsque survient une baisse temporaire de leur revenu. C'est l'épargne qui s'ajuste et par voie de conséquence, le déficit de la balance courante se creuse. On note que ce modèle conduit à des résultats totalement opposés au modèle de balance commerciale. En revanche, les consommateurs réduisent leur consommation lorsqu'ils perçoivent la baisse de leur revenu comme permanente.

De la même manière, une augmentation temporaire de l'investissement se traduit par un déficit alors qu'une augmentation permanente de l'investissement se traduit par un surplus de balance courante. La raison est toujours la même : une augmentation temporaire de l'investissement ne justifie pas que le consommateur fasse varier sa consommation. Dans un monde de capitaux parfaitement mobiles, les ressources nécessaires pour financer l'investissement peuvent être trouvées à l'étranger, ce qui provoque un déficit de balance courante mais ne remet pas en cause la solvabilité des consommateurs. En revanche, dans le cas où une augmentation durable de l'investissement se produit, il faut que le consommateur révise sa consommation immédiatement car ce changement de trajectoire nécessite une augmentation de l'épargne.

Si l'on utilise l'équation (3) pour construire une grille des cas possibles, on voit que six cas sont compatibles avec une augmentation de la balance courante :

– une hausse temporaire du revenu national ( $dY > 0$ ),

- une baisse permanente du revenu national ( $d\tilde{Y} < 0$ ),
- une baisse temporaire de l'investissement ( $dI < 0$ ),
- une hausse permanente de l'investissement ( $d\tilde{I} > 0$ ),
- une baisse temporaire des dépenses publiques ( $dG < 0$ ),
- une hausse permanente des dépenses publiques ( $d\tilde{G} > 0$ ).

Sur ces six cas, seuls trois sont en accord avec les évolutions observées depuis le début de la présente décennie car on n'observe ni hausse du revenu national, ni hausse de l'investissement, ni baisse des dépenses publiques.

### **Le boom de l'investissement de la fin des années quatre-vingt**

On admet qu'en France, un rythme soutenu d'investissement entraîne des déficits de la balance commerciale. La raison la plus souvent évoquée est la spécialisation de l'économie française<sup>19</sup>. La France, a-t-on souvent souligné, est spécialisée dans les biens de consommation et a laissé d'autres partenaires tels que l'Allemagne, les Etats-Unis ou le Japon prendre le leadership sur les marchés des biens d'équipement. Aussi n'est-il pas surprenant (ni inquiétant) qu'un boom de l'investissement se traduise mécaniquement par l'accroissement du déficit de la balance commerciale, essentiellement parce que les biens d'équipement doivent être importés. De manière symétrique, une récession entraîne une baisse prononcée de l'investissement des entreprises et, par voie de conséquence, une contraction de la demande des biens d'équipements, marché sur lequel les producteurs français sont peu présents. Il en résulte mécaniquement un surplus de balance commerciale en raison de la baisse des importations de biens d'équipement.

Il existe cependant une autre explication tout aussi plausible de ce phénomène qui relève du calcul intertemporel des agents. En effet, dans un monde de mobilité élevée des capitaux, un choc augmentant la productivité marginale des entreprises a deux conséquences. D'une part, il élève le capital optimal et suscite un effort d'investissement. D'autre part, il porte la promesse



de revenus futurs plus élevés. Ces deux effets vont tous les deux dans le sens d'un creusement de la balance courante. En effet, la consommation réagit tout de suite positivement à l'augmentation de revenu permanent mais le revenu n'augmente que lentement, ce qui entraîne une baisse de l'épargne au moment où l'investissement s'accroît. Il en résulte un déficit de la balance courante (voir Razin, [1995], et Obstfeld et Rogoff, [1995]).

C'est une conjoncture de ce type que la France, comme d'autres pays européens, a connue entre 1987 et 1992. Le marché a nécessité un ajustement de l'offre aux nouvelles conditions de la concurrence, impliquant un vigoureux effort d'investissement. La date de l'ouverture du marché unique (début 1993) était connue à l'avance et par conséquent, les entreprises ont parfaitement anticipé l'événement. Le boom de l'investissement s'est produit bien avant l'ouverture du marché unique, entraînant un creusement du déficit de balance courante à la fin des années quatre-vingt. Mais, au début de la présente décennie, le boom de l'investissement s'est achevé et le déficit de balance courante s'est réduit.

Suivant cette explication, ce ne sont pas les surplus actuels qui sont exceptionnels, mais les déficits des années 1987-1992. Ces derniers sont liés à un choc permanent sur l'efficacité du capital dont les conséquences ont été largement anticipées. Une fois le boom passé, on a vu apparaître un surplus plus conforme aux caractéristiques structurelles de l'économie française.

### **Révision à la baisse des ressources permanentes des ménages**

La discussion des cas possibles faisait apparaître qu'une baisse du revenu disponible permanent peut conduire à un surplus de balance courante. On observe déjà une baisse des revenus des ménages mais la question est de savoir si cette baisse est durable et implique une révision des anticipations de revenu. Autrement dit, les ménages ont-ils des raisons de penser que la moindre pro-

gression des revenus risque d'être durable et existe-t-il des raisons de croire qu'ils le pensent effectivement ?

C'est un fait que la croissance moyenne de l'économie française s'est ralentie depuis le début de la décennie. S'agit-il d'un ralentissement de la croissance potentielle ou d'une récession particulièrement longue ? Si l'on s'en tient aux hypothèses retenues aussi bien par la Direction de la prévision, l'OCDE et le FMI, on serait plutôt dans le second cas. Mais on peut se prendre à douter. De telles hypothèses signifient que l'on se situe depuis plus de cinq ans au-dessous de la production potentielle. L'inflation est maintenant nulle et ne semble plus accuser de tendance très sensible à la baisse, ce qui est difficile à réconcilier avec des valeurs de l'output gap de l'ordre de - 1,5 % à - 3 %. Plus on avance, plus il semble difficile de soutenir que le trend de croissance potentielle est celui que l'on avait dans les années quatre-vingt. Plusieurs hypothèses alternatives sont possibles : celle d'une croissance plus faible ou celle d'un décrochage en niveau. On n'entrera pas dans ce débat (évoqué plus haut).

Durant la récession, les revenus salariaux ont fléchi mais le revenu disponible des ménages a accusé une baisse encore plus marquée en raison de l'augmentation des prélèvements obligatoires. Cela devrait toutefois n'avoir aucun impact si l'augmentation des prélèvements est temporaire. Tout dépend du jugement que les ménages portent à ce sujet. Si l'on se place dans le cas de l'équivalence ricardienne, seul le niveau de la dépense publique future (anticipée) importe car c'est elle qui dicte la valeur des prélèvements futurs anticipés.

Les Français ont une forte propension à la dépense publique mais ils commencent à prendre conscience de ses conséquences en termes de prélèvements. Certains misent sur le pacte de stabilité pour assurer une certaine modération dans les dépenses publiques mais il est permis de douter. A ce jour, le consensus en France ne s'est pas infléchi comme dans d'autres pays dans le sens d'une diminution des dépenses publiques, bien au contraire. En réalité, les Français perçoivent la dépense publique comme un complément plutôt que comme un substitut de la consommation privée. En même temps, des changements majeurs se

sont produits. La création de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) et du Remboursement de la dette sociale (RDS) représentent une rupture totale par rapport aux principes fondateurs de la sécurité sociale à la française suivant lesquels les prestations doivent être couvertes par des cotisations. Mais la détermination d'un échéancier de remboursements signale très clairement que des prélèvements futurs auront lieu. L'acceptation de ces plans de remboursement par l'opinion publique laisse penser que la non-neutralité de la dette tend à disparaître.

Les indications que l'on possède sur les anticipations des ménages sont incertaines. Les enquêtes d'opinion ont longtemps pointé un pessimisme aggravé par une situation du marché du travail qui ne semble s'améliorer que très lentement depuis la fin de l'année 1997. Le rebond récent du moral des ménages est lié à des événements exogènes et à une amélioration conjoncturelle, mais il est difficile d'interpréter cette évolution comme une amélioration de la perception des ménages quant à leurs ressources à long terme. Le relèvement du taux d'épargne des ménages durant la période récente a été le signe le plus clair de l'inquiétude des ménages sur leurs ressources futures. Certains ont interprété ce relèvement comme résultant d'une épargne de précaution. Il peut aussi s'agir, ce qui n'est pas tout à fait la même chose, d'une révision à la baisse du revenu permanent (Ostry et Levy, [1995]). Il faut donc sans doute suivre avec la plus grande attention les évolutions du taux d'épargne des ménages dans les mois et années à venir.

### **Test des modèles intertemporels de la balance des paiements**

Le cadre intertemporel introduit plus haut permet sans doute de comprendre certains faits observés qu'une approche conventionnelle laissait inexplicables, mais il ne conduit pas à une vision cohérente et intégrée des états de l'économie. Au fond, dire que la balance courante dépend de variables anticipées n'est pas d'une grande aide si l'on ne dit rien sur la façon dont se forment les

anticipations. Le modèle doit donc être complété et l'on pense immédiatement aux anticipations rationnelles. Cette voie a été explorée par Sheffrin et Woo [1990], puis par Milbourne et Otto [1992], Ghosh [1995], Agénor et *al.* [1998]. Toutes ces contributions retiennent la méthodologie générale des modèles dits de valeur actualisée, proposée par Campbell et Schiller [1987]. Transposée dans le cas présent, cette méthodologie revient à tester trois hypothèses jointes : le comportement de lissage de la consommation, la parfaite mobilité des capitaux et les anticipations rationnelles.

Considérons pour simplifier le cas où le taux d'intérêt est constant et égal au taux de préférence pour le présent et désignons par  $Z_t$  la quantité  $Y_t - I_t - G_t$ , quantité que l'on pourra appeler le cash flow national, pour reprendre la terminologie de Sheffrin et Woo. Supposons de plus que les anticipations soient rationnelles et remplaçons  $Z_{t+h}$  par  $E_t[Z_{t+h}]$  dans (4). On montre alors simplement que la balance courante qui lisse la consommation vérifie

$$CA_t^* = -E_t \left\{ \sum_{h=1}^{\infty} (1 + \rho)^{-h} \Delta Z_{t+h} \right\}. \quad (5)$$

Cela signifie que, dans le cadre des hypothèses retenues, la balance courante concentre toute l'information sur les cash flows nationaux futurs et qu'elle ne dépend pas des cash flows nationaux présents et passés. La balance courante est ainsi le meilleur prédicteur de la somme actualisée des variations des cash flows et ces dernières ne dépendent plus elles-mêmes de la balance courante<sup>20</sup>. Le test du modèle est fondé sur cette propriété.

Considérons l'ensemble des interactions dynamiques possibles des deux variables  $CA_t$  et  $\Delta Z_t$  sous la forme d'un processus VAR bivarié, que, pour simplifier, on prendra du premier ordre :

$$\begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t \end{bmatrix} = A \begin{bmatrix} \Delta Z_{t-1} \\ CA_{t-1} \end{bmatrix} + \varepsilon_t, \quad (6)$$

où  $A$  est une matrice (2, 2). En notant que

$$E_t \begin{bmatrix} \Delta Z_{t+h} \\ CA_{t+h} \end{bmatrix} = A^h \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t \end{bmatrix}, \quad (7)$$

et en substituant autant de fois que nécessaire dans (6), on obtient finalement :

$$CA_t^* = \Gamma \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t \end{bmatrix}, \quad (8)$$

où  $\Gamma$  est un vecteur de dimension (1, 2), tel que

$$\Gamma = -[1 \ 0][(1 + \rho)^{-1} A][I - (1 + \rho)^{-1} A]^{-1}. \quad (9)$$

Si les hypothèses du modèle sont vérifiées, alors la relation (9) implique une restriction sur les coefficients de la matrice  $A$  car il faut que le vecteur  $\Gamma$  soit égal à  $[0 \ 1]$ .

Ce test donne des résultats variables suivant les pays. La première étude, celle de Sheffrin et Woo [1990], concluait que le modèle marchait bien sur les Etats-Unis et sur la Belgique. Avec une méthodologie plus sophistiquée, Ghosh [1995] trouve que le modèle intertemporel marche bien pour les Etats-Unis, mais pas pour le Canada, l'Allemagne ou le Royaume-Uni. Obstfeld et Rogoff [1995] signalent que le modèle explique assez bien les évolutions suédoises. Milbourne et Otto [1992] trouvent que le modèle n'explique pas les évolutions de la balance courante en Australie. Agénor et *al.* [1998] réalisent la première étude portant sur la France sur la période 1970-1996 et trouvent que la restriction ne peut être rejetée. Autrement dit, la variable construite  $CA_t^*$ , c'est-à-dire la balance courante qui lisse la consommation, simule de très près les évolutions observées de la balance courante  $CA_t$ , même dans les périodes où la mobilité des capitaux était limitée.

Il existe de nombreuses explications possibles de ces performances mitigées. Le modèle intertemporel, même s'il apparaît comme supérieur à l'approche conventionnelle, reste une approximation très grossière de la réalité. Afin de maintenir une simplicité indispensable, il est testé dans des cas particuliers et à partir d'hypothèses jointes. Par ailleurs, on comprend bien pourquoi l'hypothèse de lissage de la consommation ne permet pas d'expliquer les évolutions de la balance courante dans les périodes où les marchés des capitaux étaient cloisonnés, mais il est surprenant que cette hypothèse fonctionne plutôt bien dans le cas de la France sur une période qui inclut des épisodes de faible mobilité des capitaux. Les ménages français auraient réussi à lisser leur consommation en dépit des contrôles des mouvements de capitaux.

## Conclusion

Si, comme le suggère l'approche intertemporelle, la balance courante n'est que la conséquence des comportements micro-économiques, pourquoi fait-on tant d'efforts pour en prévoir l'évolution ? Nous voyons deux raisons. La première est que, précisément, les imperfections de marché et l'action des gouvernements peuvent dans certains cas déjouer les calculs des agents privés et peut-être engager les économies nationales dans des trajectoires non soutenables, provoquant comme on l'a évoqué plus haut la sanction des marchés. Il est donc essentiel de juger les évolutions par rapport à la référence d'un comportement de consommation privé obéissant à une rationalité bien identifiée. Si les déséquilibres de balance courante n'ont rien d'inquiétant en soit, tout déséquilibre n'est pas nécessairement justifié du point de vue de la politique économique. Il est donc essentiel d'améliorer notre capacité de jugement sur ce point. Ici, l'analyse économique progresse, même si beaucoup reste à faire<sup>21</sup>.

La seconde est que les marchés sont hypersensibles et peuvent être à l'origine d'une volatilité du solde en capital bien plus forte que ne l'exigerait le simple lissage de la consommation.

Ghosh [1995] faisait remarquer que la variance de la balance courante était bien plus forte que la variance qui lisse la consommation  $CA_t^*$  telle qu'elle est estimée par la méthode décrite plus haut<sup>22</sup>. Suivant cet auteur, cela pourrait indiquer que la mobilité des capitaux est excessive, contrairement à la thèse défendue par Feldstein et Horioka [1980]. C'est une autre direction de recherche qui s'ouvre ici sur la question de savoir dans quelle mesure le solde de la balance courante est lié ou non aux fondamentaux. On mesure évidemment l'importance du débat dans le contexte actuel.

## Conclusion générale

Doit-on se féliciter ou s'inquiéter des bonnes performances du commerce extérieur français ? Sans doute cette question ainsi posée est-elle aujourd'hui dépassée. Dans un monde de libre circulation des capitaux, le strict équilibre de la balance courante n'a pas valeur de référence. Elle s'impose comme une contrainte tant que les non-résidents n'ont pas acquis la perception claire que le gouvernement a renoncé à intervenir, faussant ainsi le libre jeu des marchés. Si les marchés ont la conviction que le gouvernement restera neutre, alors cette contrainte disparaît. Cet état idéal n'est toutefois jamais atteint et la question est alors de savoir dans quelle mesure un risque significatif apparaît que le gouvernement abandonne sa neutralité et adopte une attitude interventionniste. L'évaluation d'un tel risque repose sur l'appréciation que le secteur privé doit avoir de la position extérieure nette d'équilibre. Dans le cas de la France, une position nette débitrice est difficile à justifier et des déficits de balance courante ne peuvent être que temporaires. La balance extérieure peut naturellement s'écarter de sa valeur d'équilibre momentanément à la suite de chocs exogènes ou d'actions de politique économique sans que les marchés ne suscitent de crises de change. En revanche, ils pourront réagir violemment si l'économie s'en-

gage dans une trajectoire non soutenable, nécessitant à un moment ou à un autre que l'on suspende la loi du marché. Les évolutions récentes ont amené la France vers une position extérieure créancière nette plus conforme à ses caractéristiques structurelles et à sa situation dans une perspective de moyen terme. L'effacement de la contrainte extérieure en est la conséquence attendue.

Mais, dans le même temps, la libéralisation et le décloisonnement des marchés des capitaux transforme les relations macro-économiques et le modèle de balance commerciale ne rend plus compte de manière satisfaisante des évolutions récentes du commerce extérieur. La raison de fond est que ce modèle ignore la dimension intertemporelle des comportements. En particulier, il ne distingue pas les chocs temporaires et les chocs permanents et il intègre mal les anticipations, deux aspects cruciaux dès lors que les marchés financiers tendent à devenir de plus en plus efficients. Dans ce modèle, les variations du taux de change et du revenu sont traitées comme permanentes. Or, depuis près d'une décennie, les variations de taux de change réels semblent avoir un caractère plutôt transitoire et sont absorbées par la flexion des taux de marges à l'exportation et par des variations du taux de change nominal. Le rôle de la position cyclique relative reste problématique. Si l'effet statistique est mis en évidence, il repose sur des hypothèses contestables et son interprétation pose problème. L'absence d'anticipations explique aussi, en partie, l'incapacité du modèle de balance commerciale à rendre compte des évolutions récentes. On passe ainsi à côté de deux faits majeurs dont l'expérience directe confirme l'importance. D'une part, l'ouverture du marché unique, dont la date était connue à l'avance, a eu un puissant effet sur l'investissement. D'autre part, la montée de l'endettement public depuis le début de la décennie, constituant la promesse de prélèvements futurs, assombrit les perspectives de revenu disponible des ménages. Si l'estimation économétrique du modèle de balance commerciale confirme le rôle de ses déterminants traditionnels, il ne parvient pas à retracer les évolutions à partir de 1992.

La question de savoir si les surplus vont persister n'est pas liée uniquement à la conjoncture française. L'analyse conven-



tionnelle prend en compte cet aspect en considérant la position cyclique relative de l'économie nationale par rapport à celle de ses partenaires. Mais cet argument est général et vaut pour d'autres déterminants et d'autres approches. Il vaut en particulier pour le revenu disponible permanent. Ce qui compte, ce n'est pas seulement l'évolution des opinions des ménages français sur leurs revenus futurs, mais aussi celle des ménages étrangers. Par exemple, une amélioration perçue en France n'a de chance de se traduire par une réduction des surplus que dans le cas où elle ne se produit pas simultanément à l'étranger. Une telle hypothèse peut se produire. Cela étant, ce n'est pas le solde courant en lui-même qui est la variable importante, mais son cumul dans le temps, ou plus précisément la position extérieure nette. Notre conviction est que sur le moyen terme, la balance courante va rester excédentaire pour les raisons structurelles évoquées plus haut.

Cependant, dans un futur prévisible, le solde courant et la position nette extérieure sont appelés à perdre encore de leur importance. En premier lieu, l'engagement des gouvernements dans le sens de l'économie de marché n'a cessé de se confirmer et l'intégration croissante des marchés ne peut que renforcer cette tendance. En second lieu, avec la mise en place de la monnaie unique, l'observation du solde extérieur perdra une grande partie de son intérêt et il en sera pour les États membres de l'Union européenne de même que pour les régions des nations actuelles. Qui se soucie en effet du solde des échanges entre la Bretagne et l'Ile-de-France ? Dans une Europe intégrée, la persistance d'un intérêt pour ce vieux fétiche serait une mauvaise nouvelle. Elle signifierait le sentiment d'une réversibilité possible de la monnaie unique.

*Les auteurs tiennent à remercier un référé anonyme pour ses remarques sur une version initiale de cet article.*

*Pierre-Richard Agénor, Banque mondiale, Washington, D.C., Etats-Unis.  
e-mail : [pagenor@worldbank.org](mailto:pagenor@worldbank.org)*

*Claude Bismut, Centre d'analyse de la politique économique, université de Montpellier I, France.  
e-mail : [cbismut@aol.com](mailto:cbismut@aol.com)*

## Notes

1. Agénor [1997] développe une analyse descriptive puis économétrique très fine des indicateurs de compétitivité-prix et de compétitivité structurelle dans le cas de la France.
2. Il existe un débat sur la question de savoir si l'épargne est suffisante au niveau national comme au niveau mondial. Cela n'a rien à voir avec la notion que l'on évoque ici. L'existence d'un surplus de balance courante ne signifie pas que le niveau de l'épargne soit excessif. L'équilibre du solde courant ne présente aucun caractère d'optimalité. De même, au niveau mondial, l'épargne est toujours égale à l'investissement. Cela ne signifie pas pour autant que l'épargne mondiale est à un niveau adéquat (voir Artus et *al.*, [1991]).
3. Goldstein et Khan [1985] offrent une revue très détaillée du modèle de balance commerciale. Ce cadre conventionnel reste très utile (voir Hooper et Marquez, [1995]). La contribution de Aglietta et Baulant [1994] repose assez largement sur cette approche tout en la dépassant.
4. En fait l'inverse des termes de l'échange, généralement définis comme le rapport du prix des exportations sur le prix des importations.
5. Cela revient à supposer que les conditions de Marshall et Lerner sont satisfaites.
6. La tendance à la dépréciation du franc et le « miracle » allemand de la croissance lente couplée à l'appréciation du deutsche mark dans les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt avaient été analysés dans des termes similaires par Keizer [1978], Aglietta et *al.* [1980 et 1981].
7. La question de savoir si cette stratégie a permis d'affecter la compétitivité structurelle est une autre question qui n'a plus un lien direct avec le taux de change. La stratégie de désinflation compétitive a eu d'autres effets, notamment sur l'inflation. Une évaluation de cette politique doit prendre en compte l'ensemble de ces effets (voir par exemple Blanchard et Muet, [1993]).
8. Cette notion est proche de celle de décalage conjoncturel utilisée par les conjoncturistes, définie comme le différentiel des taux de croissance de la demande intérieure.
9. Cette méthode présente une très grande analogie avec la méthode de décomposition du déficit public en composante structurelle et composante cyclique.
10. Ces coûts ont cependant tendance à baisser de manière tout à fait significative du fait que des nouvelles techniques de vente à distance se développent et que les arbitrages sont mis en œuvre par les réseaux commerciaux eux-mêmes à la place du client.
11. Cette estimation « parcimonieuse » est suffisante pour notre propos. Des analyses économétriques plus sophistiquées et plus riches en termes de variables et d'équations ne donnent pas, à notre connaissance, des résultats radicalement différents.
12. Pour des raisons de simplification, on a considéré que la balance courante devait être en moyenne équilibrée. On pourrait très bien reprendre les raisonnements qui précèdent en retenant une valeur de référence différente du strict équilibre et en prenant une valeur positive ou négative, à condition qu'elle soit prédéterminée.

13. L'exemple historique des Etats-Unis et du Canada le prouve suffisamment, mais on peut également citer de nombreux exemples plus récents, comme celui de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande. (Pour une discussion, voir Cordeu, [1994]).
14. La France reste en effet très attractive pour les investisseurs étrangers.
15. Agénor et *al.* [1998] trouvent que la France a un degré d'impatience plus élevé que la moyenne.
16. Le cas extrême est le cas de zone monétaire unifiée.
17. Cette présentation est évidemment rapide. On notera toutefois que l'on suppose que les dépenses publiques et l'investissement sont donnés et que, du fait de la contrainte de budget intertemporelle de l'Etat, la somme des dépenses publiques actualisées est égale à la somme des taxes actualisées. (Pour plus de précision, voir Obstfeld et Rogoff, [1996]).
18. Le lecteur intéressé par les détails techniques de la dérivation pourra se référer à Obstfeld et Rogoff [1995].
19. Voir par exemple Lafay et Herzog [1989].
20. Une autre façon de caractériser ce processus est de dire que sous l'hypothèse de lissage de la consommation, la balance courante *CA* cause les cash flows nationaux  $\Delta Z$  au sens de Granger.
21. Knight et Scacciavillani [1998] ont dressé un état du débat sur l'importance de la balance courante pour la politique économique. Le caractère justifié du déficit courant est analysé par Milbourne et Otto [1992] et par Cashin et McDermott [1998] dans le cas de l'Australie, et par Collins et *al.* [1998] dans le cas de la Nouvelle-Zélande.
22. Agénor et *al.* [1999] retrouvent ce résultat dans le cas de la France.

## Références

- P.-R. Agénor [1997] : *Competitiveness and External Trade Performance of the French Manufacturing Industry*, **Weltwirtschaftliches Archiv**, Band 133, Heft 1.
- P.-R. Agénor et C. Bismut [1995] : *France : External Trade Developments*, unpublished, Washington, DC : International Monetary Fund.
- P.-R. Agénor, C. Bismut, P. Cashin et C. J. McDermott [1999] : *Consumption Smoothing and the Current Account : Evidence for France, 1970-96*, **Journal of International Money and Finance**, février, n° 18, pp. 1-12.
- M. Aglietta et C. Baulant [1994] : *Contrainte extérieure et compétitivité dans la transition économique et monétaire*, **Observations et diagnostics économiques**, n° 48, janvier : pp. 7-54.
- M. Aglietta, G. Oudiz et A. Orléan [1980] : *L'industrie française face aux contraintes de change*, **Economie et statistique**, n° 119, février.
- M. Aglietta, G. Oudiz et A. Orléan [1981] : *Des adaptations différenciées aux contraintes internationales*, **Revue économique**, vol. 32, n° 4, juillet : pp. 660-712.
- P. Artus, C. Bismut et D. Plihon [1991] : *Épargner, investir et croître*, rapport du groupe « Épargne » sous la présidence de Patrick Artus, Paris : Commissariat général du plan, juin.
- O. Blanchard et P.-A. Muet [1993] : *Competitiveness Through Disinflation : An Assessment of the French Macroeconomic Strategy*, **Economic Policy**, Avril : pp. 12-56.
- B. Bosworth, G. Burtless et J. Sabelhaus [1991] : *The Decline In Saving : Evidence From Household Surveys*, **Brookings Papers on Economic Activity**, vol. 22/I : pp. 183-256.
- J. Campbell et R. Schiller [1987] : *Cointegration and Tests of Present Value Models*, **Journal of Political Economy**, vol. 95, octobre : pp. 1062-1088.
- S. Capet et P. Gudin de Vallerin [1993] : *Fonction d'importations et d'exportations : l'apport de la théorie économétrique récente*, **Economie et prévision**, n° 107.
- P. Cashin et C. J. McDermott [1998] : *Are Australia's Current Account Deficits Excessive ?* **Economic Record**, forthcoming.
- P. Clark, L. Bartolini, T. Bayoumi et S. Symansky [1994] : *Exchange Rates and Economic Fundamentals – A Framework for Analysis*, IMF occasional paper n° 115, Washington, DC : International Monetary Fund.
- S. Collins, F. Nadal et D. Hargreaves [1998] : *The Current Account Balance : An Analysis of the Issue*, **Reserve Bank of New Zealand Bulletin**, vol. 61, n° 1, mars.
- Commission of the European Communities [1991] : *One Market, One Money*, **European Economy**, n° 44.
- M. Corden [1994] : **Economic Policy, Exchange Rate and the International Monetary System**, Chicago : Chicago University Press.
- V. Coudert [1990] : *Les disparités internationales de comportements d'épargne*, **Economie et statistique**, n° 232, mai : pp. 49-79.
- H. Erkel-Rousse, B. Saint-Aubin, G. Mourre et G. Ourghanlian [1997] : *L'amélioration du solde extérieur pour les produits manufacturés*, Rapport sur les comptes de la nation, juin : pp. 93-131.

- M. Feldstein et C. Horioka [1980] : *Domestic Saving and International Capital Flows*, **Economic Journal**, n° 90 : pp. 314-329.
- A. R. Ghosh [1995] : *International Capital Mobility Amongst the Major Industrialized Countries : Too Little or Too Much ?* **Economic Journal**, vol. 105, janvier : pp. 107-128.
- M. Goldstein et M. S. Khan [1985] : *Income and Price Effect in Foreign Trade*, in R. W. Jones and P. B. Kenen, eds, **Handbook of International Economics**, vol. 2, Amsterdam : North-Holland.
- P. Hooper et J. Marquez [1995] : *Exchange Rate Prices and External Adjustment in the United States and Japan*, in Peter B. Kenen, ed., **Understanding Interdependence : The Macroeconomics of the Open Economy**, Princeton : Princeton University Press.
- B. Keizer [1978] : *Les choix économiques de la RFA*, **Economie et statistique**, n° 102, juillet-août.
- M. Knight et F. Scacciavillani [1998] : *Current Accounts : What Is Their Relevance for Economic Policymaking ?* IMF working paper n° 98/71, Washington DC : International Monetary Fund.
- G. Lafay et C. Herzog, eds [1989] : **Commerce international : la fin des avantages acquis**, Paris, Economica.
- R. Milbourne et G. Otto [1992] : *Consumption Smoothing and the Current Account*, **Australian Economic Papers**, décembre : pp. 369-383.
- F. Milewski [1997] : *Le commerce extérieur en 1996 : un excédent si lourd à porter*, **Lettre de l'OFCE**, n° 159, février.
- M. Obstfeld et K. Rogoff [1995] : *The Intertemporal Approach to the Current Account*, in Gene M. Grossman and Kenneth Rogoff, eds, **Handbook of International Economics**, vol. 3, Amsterdam : North-Holland.
- M. Obstfeld et K. Rogoff [1996] : **Foundations of International Macroeconomics**, Cambridge, Massachusetts : MIT Press.
- J. D. Ostry et J. Levy [1995] : *Household Saving in France*, **IMF Staff Papers**, vol. 42, n° 2, juin.
- A. Razin [1995] : *The Dynamic Optimizing Approach to the Current Account*, in Peter B. Kenen, ed., **Understanding Interdependence : the Macroeconomics of the Open Economy**, Princeton : Princeton University Press.
- J. Sachs [1981] : *The Current Account and Macroeconomic Adjustment Process in the 1970s*, **Brookings Papers on Economic Activity**, vol. 12/1 : pp. 201-268.
- J. Sachs [1982] : *The Current Account in the Macroeconomic Adjustment Process*, **Scandinavian Journal of Economics**, vol. 84 : pp. 147-159.
- S.M. Sheffrin et W.T. Woo [1990] : *Present Value Tests of an Intertemporal Model of the Current Account*, **Journal of International Economics**, n° 29, pp. 237-253.
- J.-C. Trichet [1992] : *Dix ans de désinflation compétitive en France*, **Les notes bleues de Bercy**, octobre : pp. 1-12.
- J. Williamson [1994] : *Estimates of FEERs in Estimating Equilibrium Exchange Rates*, in John Williamson, ed., **The Exchange Rate System**, Washington DC : Institute for International Economics.