

PEUT-ON DÉVALUER SANS DÉVALUER ?

La crise actuelle a révélé la menace que font peser les déséquilibres courants sur l'existence même de la zone euro. En l'absence d'une réponse fédérale, des efforts nationaux de rééquilibrage seront nécessaires. Deux stratégies d'ajustement sont possibles : la dévaluation externe ou la dévaluation interne. Les expériences irlandaise et lettone montrent que la dévaluation interne est un processus lent qui ne permet qu'un ajustement limité, au prix de coûts sociaux persistants. L'Argentine et l'Islande, qui ont laissé leur monnaie se déprécier, ont eux subi une thérapie radicale : un ajustement conséquent et immédiat qui a permis une reprise relativement rapide. Plus efficace, la dévaluation externe ne semble pourtant pas à portée des pays de la zone euro tant les coûts d'une sortie sont considérables. Les processus de dévaluation interne devront sûrement être facilités par un effort européen.

■ Les déséquilibres externes au cœur du problème européen

La crise actuelle a mis au jour d'importantes failles dans la conception de la zone euro. L'intégration économique et monétaire a provoqué une irrigation excessive des économies périphériques en capitaux européens. Dans le même temps, on a assisté à une divergence de la compétitivité des États membres, accentuant l'hétérogénéité des performances à l'exportation. Ces deux facteurs ont engendré d'importants déséquilibres des comptes courants. De telles asymétries aggravent considérablement les difficultés actuelles : en l'absence de transferts entre États permettant un rééquilibrage au niveau européen, les États membres sont contraints de réduire individuellement leur déficit extérieur.

Une dévaluation externe ne pouvant avoir lieu en régime de change fixe, la Troïka (BCE, FMI et Commission européenne) préconise un ajustement par la déflation. L'Irlande et la Lettonie ont ainsi été élevées au rang de modèles par la Commission pour avoir suivi dès 2009 ce type de stratégie face à leurs propres déséquilibres. Ces processus de « dévaluation interne »

sont pourtant sujets à controverse : bien que la reprise lettone a été saluée par certains¹, plusieurs auteurs ont relativisé son importance et pointé les coûts sociaux des politiques mises en place². Si les stratégies de dévaluation interne ne fonctionnent pas en période de crise, certains pays pourraient être contraints de retrouver des changes flexibles afin de dévaluer leur monnaie. Nous analysons ici les processus de dévaluation interne en Irlande et en Lettonie en œuvre dès 2009 que nous comparons aux épisodes de dévaluation externe³ qui ont eu lieu en Islande dès 2008 et en Argentine en 2002.

■ Quatre expériences de crise de balance des paiements

La Lettonie, l'Irlande et l'Islande connaissent à partir de 2007 des crises de nature et d'ampleur comparables (encadré). Elles résultent invariablement d'une surchauffe de l'économie

1. Voir notamment A. Aslund (2011), *How Latvia Came Through the Financial Crisis*, Peterson Institute for International Economics, 207 pp. et J. Asmussen (2012), "Lessons from Latvia and the Baltics", introductory remarks, Riga, disponible sur le site internet de la BCE (<http://www.ecb.int>).

2. Voir notamment D. Rodrik (2012), "What I learned in Latvia", Dani Rodrik's weblog ou P. Krugman (2012), "Latvian competitiveness", The conscience of a liberal.
3. Les deux pays n'étaient plus sous régime de change fixe au moment de l'ajustement. Ainsi, nous entendrons par dévaluation externe le fait de laisser sa monnaie se déprécier brutalement au même titre que la dévaluation monétaire.

caractérisée par des taux de croissance et d'inflation (notamment des salaires) dépassant bien souvent les 5% dans les années précédant l'effondrement. En parallèle, les agents privés accroissent fortement leur endettement alors que la dette publique reste relativement stable. L'expansion des systèmes bancaires nationaux atteint des proportions dangereuses. Des bulles immobilières se développent dans les trois pays. La montée de ces déséquilibres a pour corollaire un creusement du déficit courant et une appréciation du taux de change effectif réel.

La Lettonie est un cas typique de *boom and bust*. En rattrapage, le taux de croissance du PIB s'accélère dès 2004. La contraction du crédit, l'explosion de la bulle immobilière puis la crise mondiale font entrer l'économie en récession en 2008.

L'Irlande représente un cas intéressant de développement excessif du système financier, de bulle immobilière et de surendettement des agents privés. Alors qu'elle était à l'équilibre depuis 15 ans, l'île connaît ses premiers déficits de balance courante en 2005, révélant davantage une croissance excessive de la demande intérieure qu'une perte de compétitivité à l'exportation. La crise mondiale de 2008 atteint rapidement l'Irlande, faisant vaciller un système bancaire hypertrophié (dont l'actif représentait 700% du PIB en 2007).

L'Islande est également un exemple édifiant de croissance démesurée de la sphère financière et de développement excessif du crédit. L'actif du système bancaire représente ainsi plus de 1000% du PIB en 2007. Les ménages islandais établissent la même année un record avec un ratio de dette sur revenu disponible de 213%. La forte inflation liée à la croissance se double d'une inflation monétaire provoquée par l'afflux de capitaux européens.

L'Argentine est un cas à part : elle connaît une inflation modérée dans les années 1990, notamment grâce à son *currency board*. En 1995, le FMI félicite la résistance argentine à la crise mexicaine. Pourtant, d'inquiétants signes de déséquilibres externes s'amoncellent : le déficit du compte courant atteint 5% du PIB et l'endettement extérieur s'accroît. L'origine de la crise argentine fait débat⁴ ; le système de change fixe aurait néanmoins largement contribué à la dégradation de la compétitivité à l'exportation. La crise russe et la dévaluation du real brésilien de 1998 achèvent de fragiliser la compétitivité et le solde courant argentins.

Ces quatre pays connaissent ainsi des déséquilibres importants et le désajustement de leur taux de change effectif réel nous donne une indication de l'ampleur du rééquilibrage à réaliser. Le taux irlandais, globalement sous-évalué dans les années 2000, semble légèrement surévalué en 2008 (d'environ 5%). Les autres pays connaissent quant à eux des surévaluations majeures : 12% en 2007 pour l'Islande, 15% la même année pour la Lettonie et 20% en 1999 pour l'Argentine⁵.

■ Des ajustements d'ampleur inégale

La dévaluation interne : un ajustement limité

Au sein d'une union monétaire ou d'un *currency board*, les ajustements entre pays ne peuvent plus se faire par les taux de change : il faut agir directement sur les prix. Une dévaluation interne vise à réaliser cet ajustement *via* une baisse généralisée des coûts de production provoquée par la déflation et la mise en œuvre de réformes structurelles. En pratique, les États n'ont pas d'influence sur l'ensemble des prix et doivent miser sur la propagation d'une baisse substantielle des salaires des fonctionnaires aux rémunérations du secteur privé, puis à l'ensemble des prix à la production. Le processus doit mener à un déplacement de l'investissement vers les secteurs exposés à la concurrence internationale. Les réformes structurelles doivent quant à elles permettre des gains de productivité. L'Irlande et la Lettonie mettent en œuvre une dévaluation interne dans des contextes politiques différents. L'appartenance de la première à la zone euro ne lui laisse guère de choix. Dans le cas de la Lettonie, en revanche, le FMI préconise un retrait de l'ancrage du lat à l'euro établi en 2005 ; le gouvernement letton ne voulant en aucun cas renoncer à la possibilité de rejoindre rapidement l'euro, il opte pour la dévaluation interne.

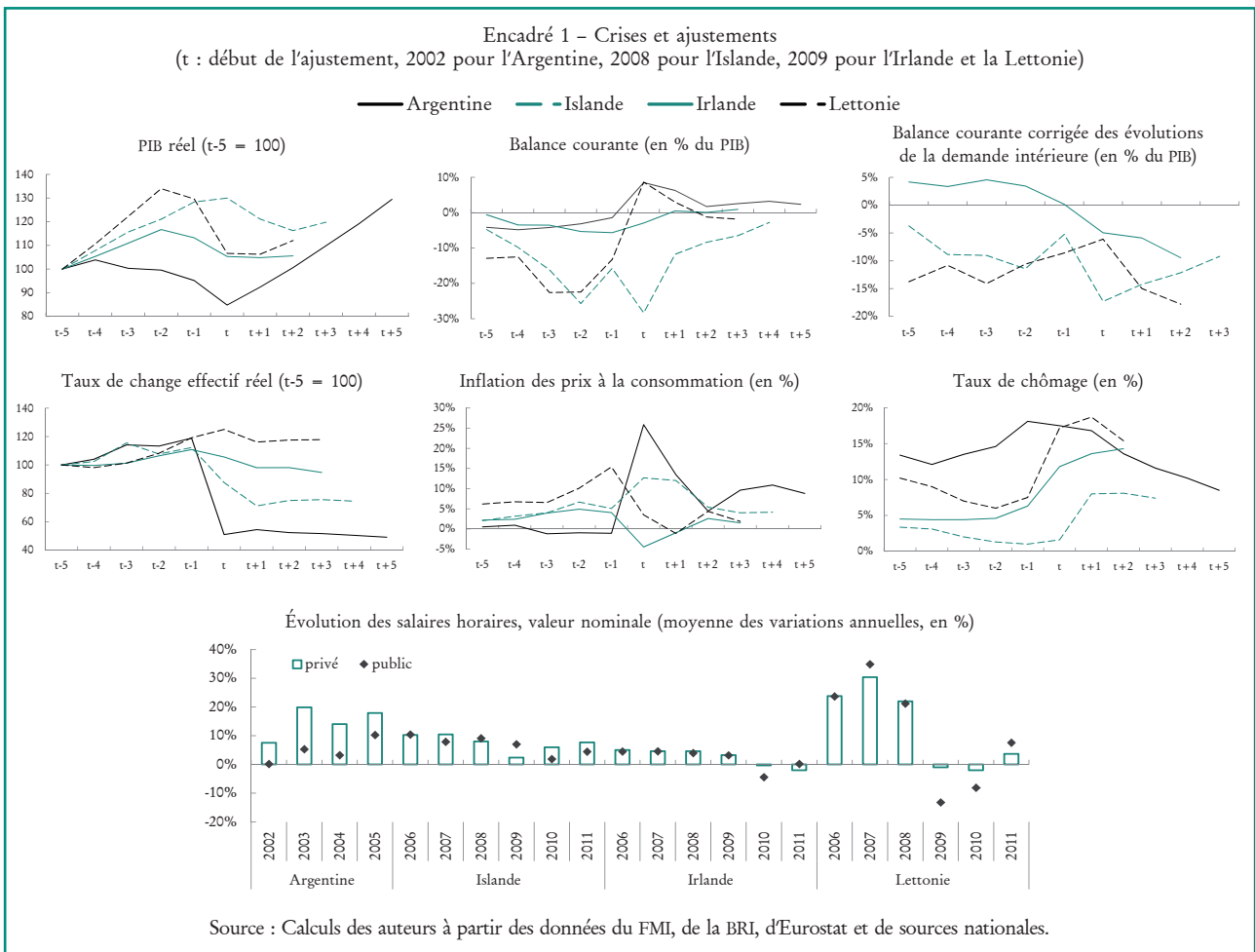
La Lettonie et l'Irlande mènent ainsi des programmes mêlant contraction des dépenses publiques, libéralisation de nombreux secteurs et flexibilisation du marché du travail. Les salaires des fonctionnaires sont sensiblement réduits dans les deux pays (de 4,4% en 2010 en Irlande, de 13,2% en 2009 puis 8,1% en 2010 en Lettonie, voir encadré). Le gouvernement letton procède par ailleurs à une réduction importante du nombre d'agents de la fonction publique (de 19% entre 2008 et 2010). La baisse des salaires du secteur privé est pourtant loin des proportions escomptées : 2,3% en Irlande en 2010/2011 et 2,9% en Lettonie en 2009/2010. Les salaires lettons repartiront d'ailleurs à la hausse dès 2011, revenant à leur niveau de 2008. Les prix connaissent des évolutions encore moins favorables : en Irlande, les prix ne baissent que de 2,1% entre 2008 et 2011 malgré deux ans de déflation, alors que sur la même période, les prix augmentent de 6% en Lettonie, pays qui ne connaît qu'une seule année de déflation (1,2% en 2010).

L'appauvrissement des ménages n'a ainsi pas permis de rétablir la compétitivité comme le montrent les taux de change effectifs réels des pays considérés qui ne se sont que modérément dépréciés : 11% en Irlande, 7% en Lettonie. Le retournement du solde courant letton en 2009 traduit ainsi davantage un effondrement de la demande intérieure qu'un regain de compétitivité : corrigée des évolutions de la demande interne⁶, le déficit du compte courant atteindrait 6% du PIB en 2009 et 18% en 2011. Même si les exportations augmentent

4. FMI (2003), "Lessons from the crisis in Argentina", staff report prepared by the Policy Development and Review Department, octobre.

5. Pour l'Islande et la Lettonie, estimations du FMI. Pour l'Argentine et l'Irlande, estimations de V. Mignon *et al.* (2012), "On currency misalignments within the euro area", *CEPII Document de travail*, n° 2012-07, avril.

6. Pour obtenir la balance courante corrigée des évolutions de la demande intérieure, nous soustrayons de la balance courante les évolutions des importations relatives aux variations de la demande domestique. Afin de calculer ces évolutions, nous corrigeons les importations des évolutions de la demande domestique en utilisant une élasticité des importations à la demande finale adressée au pays de 1,5, en ligne avec la littérature.



plus rapidement que les importations entre 2009 et 2011, la balance commerciale est toujours déficitaire en 2011, à hauteur de 3,9% du PIB. En Irlande, la chute de la demande intérieure explique en grande partie l'amélioration du solde courant (encadré).

Ces politiques procycliques aggravent une conjoncture déjà défavorable : l'Irlande et la Lettonie sont en récession de 2008 à 2010 avec un PIB se contractant respectivement de 10,4% et 21,3%. Le retour de la croissance en Lettonie (5,5%) en 2010 témoigne d'un environnement extérieur favorable (hausse des importations de ses partenaires commerciaux). L'Irlande, qui ne bénéficie pas d'un tel rebond, voit son économie stagner (encadré).

La dévaluation externe : une solution radicale

L'Argentine, qui a tenté un ajustement par la déflation, a vu sa situation se dégrader entre 1998 et 2001 (encadré). Le choix d'un défaut sur la dette publique, puis d'une sortie du *currency board*, se fait dans un contexte politique difficile. La monnaie argentine se déprécie fortement : un peso ne vaut plus que 0,25 dollar en juillet 2002⁷. En Islande, l'année 2008 est marquée par le délitement progressif du système financier. La couronne islandaise voit son cours s'effondrer continuellement jusqu'à ce que la banque centrale tente d'imposer un ancrage à l'euro. Ce dernier est très vite abandonné. Au total, la couronne perd plus de 50% de sa valeur vis-à-vis de l'euro entre janvier 2008 et janvier 2009.

Ces ajustements se révèlent très coûteux à court terme : le PIB réel se contracte de 10% en 2009/2010 en Islande et dans les mêmes proportions en 2002 en Argentine. La hausse des prix à la consommation atteint 26% en moyenne en 2002 en Argentine ; elle se stabilise à 12% sur la période 2008-2009 en Islande. Rapidement ces effets s'estompent et laissent la place à une reprise l'année suivant l'ajustement : en 2003 le PIB réel argentin augmente de 9% et le PIB islandais de 3% en 2011. La hausse des prix décélère et atteint en moyenne 4% deux ans après la crise (2004 pour l'Argentine et 2011 pour l'Islande).

Finalement, même si l'inflation a atténué une partie des effets de la dépréciation, cette dernière a tout de même permis une baisse des prix relatifs (*pass-through*) de 54% en 2002 pour l'Argentine et de 19% pour l'Islande en 2008. De plus, l'inflation consécutive à la dévaluation externe a essentiellement concerné les biens exportables⁸, permettant un transfert des ressources des secteurs abrités vers les secteurs exposés. Le taux de change effectif réel s'est instantanément corrigé : de 57% en Argentine en 2002, de 37% en Islande en 2008/2009 (encadré).

Même s'il n'est pas encore possible de conclure pour l'Islande, les reprises des deux pays semblent soutenables. Le déficit courant islandais s'est réduit de 17 points de PIB entre 2008 et 2011 et la balance courante argentine est redevenue excédentaire dès 2002, se stabilisant à 2,5% du PIB en moyenne entre 2004 et 2007. En

7. Sous le *currency board*, le taux de change était de 1 peso pour 1 dollar.

8. Voir A. Burstein, M. Eichenbaum & S. Rebelo (2005), "Large Devaluations and the Real Exchange Rate", *Journal of Political Economy*, vol. 113, n° 4.

Islande, la baisse de la demande intérieure consécutive à la dévaluation externe explique largement l'amélioration de la balance courante en 2008/2009. Cependant, la réduction ultérieure du déficit courant tient davantage à la hausse des exportations (voir la balance courante corrigée des évolutions de la demande interne en encadré).

■ Dévaluations interne ou externe : des choix coûteux

L'explosion du chômage, qui augmente de 11 points de pourcentage en Lettonie et de 7 points en Irlande entre 2008 et 2010, reflète la baisse de l'emploi public mais aussi la chute de la demande intérieure : le secteur privé ajuste davantage par la réduction des effectifs que par la baisse des salaires. La récente baisse du chômage en Lettonie (de 3 points en 2011) s'explique davantage par le recul continu de la population active (de 6% entre 2008 et 2011) que par la création d'emplois (l'emploi total n'a augmenté que de 3% entre 2010 et 2011). L'émigration a joué un rôle important : selon Eurostat, elle a doublé dans les deux pays alors que l'immigration chutait. À long-terme, ces mouvements induiront des coûts importants en termes de capital humain et de transferts sociaux. Comme le souligne le FMI, la pauvreté et les inégalités se sont accrues en Lettonie, pays déjà parmi les plus pauvres d'Europe, alors qu'en Irlande le système de protection sociale, plus adapté, a permis d'atténuer le choc.

4 La dévaluation interne est considérée par ses partisans comme un moyen de restaurer compétitivité et finances publiques. Pourtant ces objectifs sont largement contradictoires : dans un contexte de dégradation des comptes publics du fait du sauvetage des systèmes financiers, la chute du pouvoir d'achat des ménages entraîne une baisse mécanique des rentrées fiscales et une hausse des dépenses liées aux aides sociales. Les dettes publiques irlandaise et lettone ont ainsi explosé : de moins de 5% du PIB en 2007, la dette lettone atteint 29% en 2011 alors que la dette irlandaise est passée de 11% à 102% du PIB sur la même période. Les deux pays se sont vus contraints de faire appel au FMI et à leurs partenaires européens, entraînant une dépendance de fait envers les financements publics extérieurs.

La dévaluation externe entraîne elle aussi un appauvrissement de la population et les taux de chômage argentin et islandais ont atteint des niveaux importants. L'Argentine a vu son taux de pauvreté augmenter

jusqu'en 2003 et le solde migratoire islandais s'est retourné en 2009. Néanmoins, cet impact s'est rapidement estompé : le chômage commence à baisser dans l'année suivant le choc monétaire.

Les secteurs privés argentin et islandais étant largement endettés en dollar ou en euro, les pays risquaient une vague de faillites du fait de la dévaluation externe. En Argentine, la sortie de l'ancrage était d'autant plus risquée que la confiance dans la monnaie nationale était faible. En 2002, l'inflation soutenue et l'apparition de monnaies parallèles ont mis en danger l'existence même du peso. Sa survie a été assurée par la volonté politique d'une *pesification* de l'économie entraînant un défaut partiel sur la dette externe publique et privée. En Islande, la dévaluation externe a elle aussi été menée dans un cadre strict de contrôle des capitaux, sans quoi ils auraient massivement fui le pays. Ainsi, une particularité de la dévaluation externe est qu'elle implique de favoriser les débiteurs nationaux au détriment des créanciers étrangers.

■ La crise de la zone euro ne se résoudra pas au niveau national

Au regard des expériences passées, la dévaluation externe représente un moyen plus efficace que la dévaluation interne d'éliminer les déséquilibres. Elle n'est cependant pas réalisable au sein d'une union monétaire. Les ajustements devraient donc s'effectuer par dévaluation interne, même si ce processus est lent et coûteux. Cette stratégie sera d'autant plus difficile à mettre en œuvre que l'ampleur des désajustements en 2011, en Grèce et au Portugal notamment⁹, est plus importante qu'en Irlande et en Lettonie en 2008. Les partenaires européens devront orienter leurs politiques de manière à faciliter ces processus. Parmi les solutions envisageables, une inflation plus élevée dans les pays excédentaires faciliterait l'ajustement des prix relatifs. De même, l'allocation d'un budget européen conséquent à l'investissement dans les pays en difficulté permettrait de stimuler leur productivité et de faciliter la réduction de leurs déficits courants.

Yves-Emmanuel Bara & Sophie Piton
sophie.piton@cepii.fr

9. B. Carton et K. Hervé (2012), "Désajustements des taux de change effectifs réels dans la zone euro", *La Lettre du CEPII*, n° 319, avril.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2012
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légitime et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)

France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
61,90 € HT
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

**Direction de l'information légale et
administrative (DILA)**
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
tél. : 01 40 15 70 01

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

1^{er} août 2012
Imprimé en France par le
Centre d'Analyse Stratégique

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII. Les
opinions qui y sont exprimées sont celles
des auteurs.