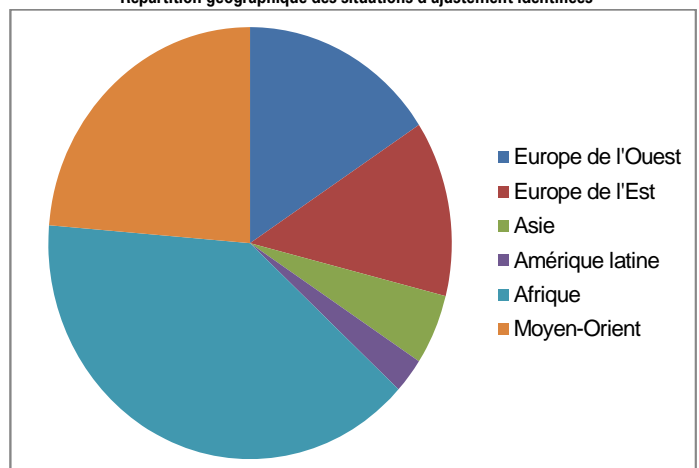


## Les pays en changes fixes peuvent-ils s'ajuster sans dévaluer ?

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du ministère du Commerce Extérieur.

- Pour les pays en situation de crise de balance des paiements ou de déficits courants excessifs, la dépréciation du taux de change nominal permet d'améliorer rapidement la compétitivité. Les pays membres d'une union monétaire ou en régime de change fixe qui choisissent de conserver la parité de leur devise avec un étalon ne disposent pas de cet instrument, sauf à remettre en cause leur ancrage.
- Entre 1980 et 2010, trente-huit cas d'ajustement de solde courant de plus de 5 points de PIB ont été identifiés dans trente-deux pays, en régime de change fixe ou appartenant à une union monétaire.
- L'échantillon de pays identifiés est d'une grande diversité géographique et comprend à la fois des économies développées et émergentes. Les ajustements identifiés ont été d'une durée et d'une ampleur variables selon les pays.
- Si l'on exclut les cas de pays qui ont bénéficié de conditions particulièrement favorables, deux cas polaires d'ajustement apparaissent, selon les facteurs identifiés : les ajustements contraints, réalisés sous la pression des marchés - les agents publics et privés subissent un durcissement de leurs conditions de financement et contractent leur demande en conséquence ; les ajustements autonomes, réalisés dans un contexte de pression modérée des marchés et de volonté politique d'améliorer la compétitivité et de développer les exportations.
- Les facteurs externes facilitant l'ajustement (amélioration des termes de l'échange, dépréciation de la devise-étalon, hausse de la demande mondiale, transferts) ont joué, dans la plupart des cas, un rôle facilitateur important.

Répartition géographique des situations d'ajustement identifiées



Source : DG Trésor.

Les pays qui participent à une union monétaire ou qui maintiennent un change fixe par rapport à une devise étalon le font généralement pour augmenter la crédibilité de leur politique monétaire et ancrer les anticipations d'inflation. Toutefois, la rigidité du taux de change nominal peut conduire à l'accumulation de déficits courants importants<sup>1</sup>, qui peut rendre la position extérieure fortement débitrice. Des inquiétudes sur la soutenabilité de cette position extérieure peuvent nécessiter un ajustement du compte courant. Cet ajustement peut s'accompagner d'une modification de la parité (sortie de la zone monétaire, dévaluation par rapport à la devise étalon). L'amélioration du solde courant peut également résulter d'une variété de facteurs et se réaliser sous des modalités très diverses qui

n'impliquent pas nécessairement l'abandon du régime de change fixe.

Cette étude vise à identifier des épisodes d'ajustement de soldes courants de pays faisant partie d'une union monétaire ou dont la monnaie est ancrée sur la période 1980 - 2010, qui n'ont pas été résolus par une dépréciation de la parité. Il est possible d'établir une typologie de ces ajustements de solde courant en se fondant sur le rôle plus ou moins important joué par l'environnement extérieur, les contraintes financières et le type de politiques économiques mises en œuvre par les autorités pour permettre ou faciliter ces ajustements.

## 1. Trente-huit cas d'ajustement du solde courant en change fixe ont été identifiés dans trente-deux pays entre 1980 et 2010

On recense les ajustements<sup>2</sup> d'ampleur supérieure à 5 points de PIB et réalisés sans modification du régime de change ni dévaluation (cf. encadré 1). L'échantillon (cf. Tableau 3) est d'une grande diversité géographique. Il comprend à la fois des économies développées et émergentes et compare des pays membres d'une union monétaire ou à devises ancrées<sup>3</sup>. Les cas d'ajustement précédés d'une dévaluation au cours de l'ajustement ou au cours des deux années précédentes sont exclus. Parmi les trente-deux pays, six<sup>4</sup> ont connu deux épisodes d'ajustement de leur solde courant.

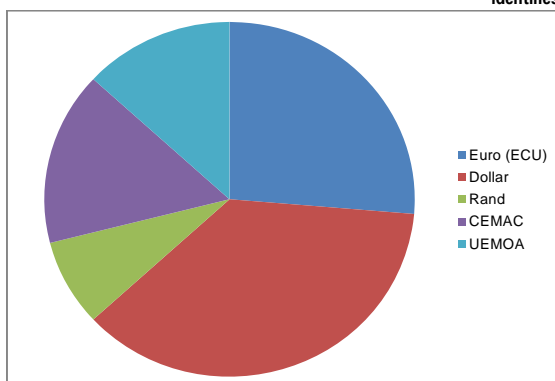
La **durée de l'ajustement** représente le nombre d'années pendant lesquelles le ratio solde courant/PIB a été croissant<sup>5</sup>.

Les données utilisées pour la nomenclature des régimes de change sont celles publiées par Ilzetki sur le site de la LSE<sup>6</sup>, et celles du FMI pour les ratios de solde courant/PIB. On exclut les plus petites économies<sup>7</sup> (moins de 300 000 habitants) généralement ouvertes et sensibles aux facteurs externes<sup>8</sup>.

Ces ajustements de solde courant en change fixe se distinguent :

- **Par leur ampleur** qui varie d'une amélioration du compte courant d'un peu plus de 5 points de PIB pour l'Espagne et l'Autriche à plus de 108 points de PIB pour le Tchad. En excluant les ajustements qui étaient encore en cours en 2010, la moyenne était une amélioration du compte courant de 22,1 points de PIB et la médiane, de 16,4 points de PIB. Ces ordres de grandeur peuvent paraître élevés. Ils traduisent la sur-représentativité des petites économies ouvertes très dépendantes de l'évolution des termes de l'échange dans l'échantillon et, pour certains pays, du fort impact des exportations de matières premières sur le solde courant.

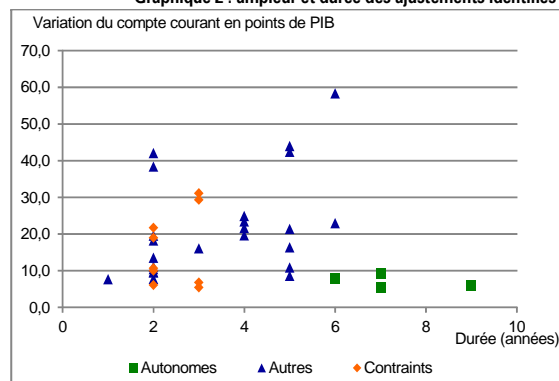
Graphique 1 : part de chaque devise d'ancrage dans les ajustements identifiés



Source : DG Trésor.

Seuls ont été retenus les cas d'ajustement pour lesquels la balance courante s'est améliorée de plus de 5 points de PIB. Deux définitions ont été introduites, l'une correspondant à un ajustement rapide et généralement ample et l'autre correspondant à un ajustement progressif et d'ampleur relativement plus modérée. Ces définitions décrivent une amélioration du solde courant et non nécessairement une inversion : le solde courant peut rester du même signe - et ne passe pas forcément du négatif au positif.

Graphique 2 : ampleur et durée des ajustements identifiés<sup>9</sup>

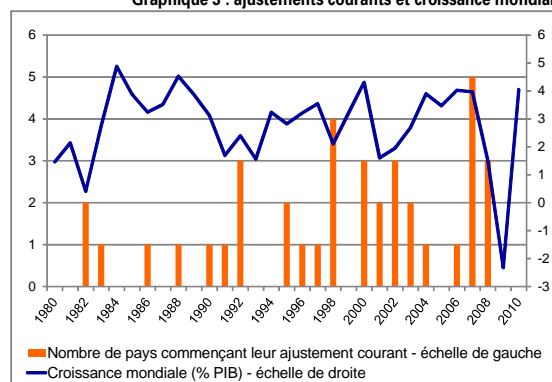


Source : DG Trésor.

- (1) C'est le cas lorsque l'épargne dans le pays est insuffisante pour couvrir l'investissement.
- (2) L'échantillon original comprend 104 pays qui ont fait partie d'une union monétaire ou ont maintenu un change fixe par rapport à une devise étalon, pendant au moins deux années consécutives entre 1980 et 2010.
- (3) Plus précisément, on retient les cas où le régime de change prend la valeur 1 dans la classification grossière de Reinhart et Rogoff, c'est-à-dire les cas où il n'y a pas de devises nationales (unions monétaires et cours légal de l'étalon), où l'ancrage monétaire est maintenu explicitement (currency board), où le taux de change par rapport à l'étalon évolue à l'intérieur d'une bande horizontale étroite et les cas d'ancrage de facto (maintenu implicitement par les autorités monétaires).
- (4) L'Arabie Saoudite, le Bahreïn, la Côte d'Ivoire, le Gabon, la Lituanie et le Swaziland.
- (5) On ne retient que les ajustements courants postérieurs à 1983 (c'est-à-dire que l'année n-3 correspond à l'année 1980). Pour les ajustements longs, on prend en compte dans le calcul de la durée de l'ajustement des exceptions temporaires (dégradation du solde courant de faible ampleur avant un rebond).
- (6) <http://personal.lse.ac.uk/ilzetki/IRRBack.htm>
- (7) Anguilla, Antigua, La Barbade, la Dominique, Grenade, Kiribati, le Liechtenstein, les îles Marshall, la Micronésie, Monaco, Palau, Saint Marin, Saint Kitts et Nevis, Sainte Lucie, Saint Vincent et les Grenadines.
- (8) On exclut le Bhoutan et la Bosnie (pour des raisons de fiabilité des statistiques).
- (9) Pour la clarté du graphique, l'ajustement courant du Tchad (ampleur : 108,4 pts de PIB - durée : 5 ans) n'a pas été porté.

- **Par leur durée** qui varie d'un an au Mali à neuf ans pour la Belgique entre 1990 et 1999. La durée médiane a été de quatre ans. Treize cas d'ajustement ont duré plus de cinq ans et treize cas d'ajustement ont duré moins de deux ans.
- **Par leur période** : la plupart des cas d'ajustement ont débuté pendant les années de faible croissance mondiale ou lors de baisses de la croissance mondiale. Ceci peut indiquer que les tensions financières, exacerbées au moment des crises, ont déclenché un processus d'ajustement dans les pays en déficit courant. Ainsi, huit pays ont commencé leur ajustement en 2007 ou 2008 et dix pays ont commencé à s'ajuster entre 2000 et 2003, l'ajustement étant alors facilité par l'amélioration de la conjoncture après 2000.

Graphique 3 : ajustements courants et croissance mondiale



Source : DG Trésor.

## 2. L'analyse des facteurs de l'ajustement courant met en relief deux cas polaires : les ajustements « contraints » et les ajustements « autonomes »

Si l'on exclut les cas d'ajustement réalisés par des pays qui ont bénéficié de circonstances particulièrement favorables (exploitation de matières premières, amélioration des conditions climatiques pour les pays agricoles, transferts, fin de troubles politiques ou militaires), il est possible de classer les ajustements du solde courant en change fixe en deux groupes (cf. encadré 2). L'annexe décrit les principaux facteurs d'ajustement pour les pays de l'échantillon retenus dans l'analyse.

### 2.1 Les ajustements « contraints » réalisés dans un contexte de crise

**Les pressions extérieures peuvent contraindre un pays à mener une politique d'ajustement du compte courant dont le coût économique et social est important à court terme.** Ces pressions s'exercent en particulier dans les pays qui ont accumulé des déficits courants excessifs. Elles peuvent prendre la forme de fuites de capitaux et/ou d'un durcissement des conditions de financement des agents. En particulier, les pays dont la devise est ancrée (mais non en union monétaire) peuvent subir une attaque spéculative (mouvement de vente de la devise) qui peut inciter la banque centrale à intervenir sur le marché des changes et/ou à augmenter ses taux d'intérêt pour soutenir la parité. En réponse au durcissement de leurs conditions de financement, les agents restreignent leur demande, ce qui améliore le solde commercial - c'est le cas de nombreux pays d'Europe périphérique au moment de la crise de 2008 (Bulgarie, Espagne, Estonie, Irlande, Lettonie, Lituanie 2007-2008<sup>(10)</sup>), mais également dans d'autres pays (Hong Kong, Liban, Lituanie 1998-2001, Mali, Niger).

**Les ajustements de ce type ont généralement commencé dans une conjoncture morose**, avec une chute de la demande mondiale et se sont accompagnés d'une **contraction**

**du PIB** (baisse moyenne du PIB de 2,1 % par an) et d'une hausse du chômage (+7,9 points en moyenne). Les pays ont parfois bénéficié par la suite de l'amélioration de la conjoncture dans les années qui ont suivi. Ces ajustements sont relativement courts (2,3 ans en moyenne) et d'ampleur relativement forte (amélioration moyenne de la balance courante de +14,6 points de PIB et médiane de 10,7 points de PIB).

### 2.2 Les ajustements « autonomes »

**Certains pays ont choisi de mener des politiques destinées à améliorer le solde courant avant de subir la pression des marchés en développant le secteur ouvert et en augmentant la compétitivité - modération salariale, hausse de la concurrence, augmentation de la productivité.** Des mesures de consolidation budgétaire et/ou de restriction du crédit ont également été prises et ces politiques ont eu un impact restrictif sur la demande intérieure.

**Les quatre cas d'ajustement autonome (Allemagne de 2000 à 2007, Autriche de 1995 à 2002, Belgique de 1990 à 1999, Pays-Bas de 2000 à 2006) ont été d'ampleur plus faible** (7,2 points de PIB en moyenne) **et leur durée a été plus longue** (7,3 ans en moyenne) que les ajustements contraints. La balance courante était moins dégradée au début de l'ajustement. La hausse du taux de chômage a été d'ampleur plus faible que pour les ajustements contraints (+2,3 points en moyenne comparé à 7,9 points) et la croissance annuelle moyenne a été plus élevée (2,2 points en moyenne comparé à -2,1 points). La pression des marchés pendant l'ajustement a été relativement faible, avec une hausse modérée des taux longs au début de l'ajustement suivi d'une baisse (Autriche, Belgique).

(10) Pour les pays qui ont réalisé deux ajustements en change fixe, les années de début et de fin de l'ajustement sont précisées après le nom du pays pour préciser l'ajustement considéré.

Tableau 1 : Évolution des principales variables macroéconomiques au cours de l'ajustement

Type d'ajustement	Ajustements contraints (9 cas)	Ajustements autonomes (4 cas)	Total de l'échantillon (38 cas)
Liste des pays	Bulgarie, Estonie, Hong Kong, Irlande, Lettonie, Liban, Lituanie 98-01, Lituanie 07-09, Espagne	Autriche, Allemagne, Belgique, Pays-Bas	
Ampleur moyenne de l'ajustement (% PIB)	15,6	7,2	20,9
Durée moyenne de l'ajustement (années)	2,4	7,3	3,6
Solde du compte courant au début de l'ajustement (% PIB)	-14,6	-0,2	-14,4
Hausse maximale du taux de chômage pendant l'ajustement (points)	7,9	2,3	4,0
Augmentation du PIB pendant l'ajustement (%)	-5,0	15,8	15,9
Vitesse moyenne de l'ajustement (% PIB/an) ratio « ampleur/durée »	6,4	1,0	5,8
Croissance annuelle moyenne du PIB durant l'ajustement (% PIB/an)	-2,1	2,2	4,4
Évolution du solde primaire budgétaire durant l'ajustement (% PIB)	-10,2	0,5	0,3

Sources : FMI, DG Trésor. Calculs DG Trésor.

**Encadré 1 : La catégorisation en deux ensembles (« ajustements contraints » et « ajustements autonomes ») a été construite en examinant de façon systématique le poids variable d'un ensemble de facteurs externes et le type de politiques économiques mises en œuvre par les autorités**

**Politiques économiques :**

- **Le resserrement budgétaire** exerce un effet négatif direct sur la demande intérieure et donc sur les importations. L'effet restrictif a tendance à peser sur les prix donc, en change fixe, sur le taux de change réel, ce qui améliore la compétitivité à l'export.
- **La restriction du crédit** a tendance à diminuer la demande intérieure et donc les importations. Elle exerce aussi un effet négatif sur les prix, ce qui améliore la compétitivité à l'export en dépréciant le taux de change réel.
- **Les politiques de compétitivité** visent à diminuer les prix à l'intérieur du pays par rapport aux prix étrangers. Elles peuvent passer par des politiques fiscales (droits de douane, « dévaluation fiscale »), des mesures de désinflation<sup>a</sup> via un surcroît de concurrence et de modération des salaires ou d'amélioration de la productivité.
- **Le développement du secteur ouvert** vise à accroître les exportations dans des secteurs où le pays possède un avantage comparatif, couplés à une expansion commerciale dans des zones géographiques à forte croissance. Ces politiques ont visé notamment à augmenter les investissements dans ces domaines.

**Facteurs externes :**

- **Les tensions financières** peuvent se manifester par des hausses des taux d'intérêt publics ou privés, des fuites de capitaux ou des pressions sur le change. Elles exercent un effet indirect sur le solde courant en obligeant les agents à restreindre leur demande en réponse au durcissement de leurs conditions de financement.
- **Le rebond de la demande mondiale** améliore les exportations donc, toutes choses égales par ailleurs, la balance commerciale et la balance courante.
- **L'amélioration des termes de l'échange** a un effet positif sur les prix d'export et donc sur la balance courante, si la diminution de la demande en réponse à la hausse des prix reste faible. Ce facteur joue un rôle déterminant pour les pays exportateurs de matières premières et particulièrement de pétrole.
- **La dépréciation du taux de change effectif réel due à une dépréciation du taux de change nominal de l'ancrage** se traduit par une amélioration de la compétitivité.
- **Les transferts** ont un effet direct sur le solde courant qu'il s'agisse de transferts officiels ou non officiels.

a. J.P. Fitoussi, A.B. Atkinson, O. E. Blanchard, J.S. Fleming, E. Malinvaud, E.S. Phelps, R.M. Solow, (1993), "Competitive disinflation : the Mark and Budgetary Politics in Europe", International Policy Group of OFCE.

### 3. Un grand nombre de facteurs ont joué dans l'amélioration des comptes courants

#### 3.1 La plupart des économies qui se sont ajustées ont bénéficié d'un environnement externe favorable qui a permis de réduire le coût économique et social de l'ajustement

Les pays en ajustements « contraints » ont souvent bénéficié de la reprise de la demande mondiale et de moindres tensions financières. Les ajustements « autonomes » ont été facilités par la hausse de la demande mondiale et parfois, la dépréciation de la devise étalon (Autriche, Belgique). Les pays exportateurs de matières premières ont pu bénéficier de l'amélioration des termes de l'échange et les pays agricoles, d'une amélioration des conditions de production.

**Toutefois, certains facteurs ont joué un rôle négatif sur le processus d'ajustement.** L'Allemagne et les Pays-Bas se sont ajustés malgré une appréciation du taux de change effectif

réel de respectivement 7,1 % et 11,4 % pendant la période d'ajustement, soit de 2000 à 2007 pour l'Allemagne et 2000 à 2006 pour les Pays-Bas. Plusieurs pays européens se sont ajustés au moment de la crise de 2008 (Bulgarie, Espagne, Irlande, Lettonie, Lituanie). La Belgique, lors du ralentissement de 1993, l'Autriche et la Lituanie, lors du ralentissement de 2000, ont connu des épisodes de croissance mondiale faible pendant leur ajustement. Hors Europe, la plupart des ajustements identifiés ont eu lieu au moment ou à la suite d'une crise économique ou géopolitique, et ont été facilités par la résorption de ces facteurs de crise<sup>11</sup> et l'amélioration ultérieure de l'environnement économique. Le Niger a réussi à s'ajuster de 1982 à 1984 dans un contexte extérieur défavorable mais au prix d'un coût social élevé, atténué toutefois par des transferts officiels.

(11) Notamment, épidémie de SRAS en Malaisie, crise asiatique pour Hong-Kong, assassinat de R. Hariri au Liban, ouragan au Belize, termes de l'échange à Oman.

### 3.2 Les ajustements ont mis en jeu à la fois des politiques de court terme et des réformes plus structurelles

#### 3.2.1 Les politiques de court terme ont visé à faire face aux tensions financières ou aux déséquilibres budgétaires

À court terme, la plupart des ajustements ont combiné de manière plus ou moins importante hausses d'impôts et réduction des dépenses, en fonction notamment des contraintes extérieures (tensions financières, respect des critères de Maastricht pour l'Autriche et la Belgique). De nombreux pays ont augmenté la TVA, les taxes de vente ou d'excise (Burkina-Faso, Djibouti, Espagne, Estonie, Lettonie, Lituanie 2007-2009, Allemagne, Pays-Bas, Côte d'Ivoire 2000-2002, Gabon 1992-1996, Lesotho, Liban, Mali, Niger entre autres) et ont appliqué des mesures de modération salariale dans le secteur public (gels ou réduction des salaires ou du nombre de fonctionnaires : Allemagne, Autriche, Bulgarie, Espagne, Lettonie, Irlande, Gabon 1992-1996, Koweït, Mali, Niger). Certains pays ont réduit leur consommation publique (Arabie Saoudite 1991-1996, Bahreïn 1992-1996, Côte d'Ivoire), les dépenses d'investissement (Espagne, Côte d'Ivoire), les subventions énergétiques (Jordanie, Malaisie, Koweït). D'autres ont réussi à s'ajuster sans mener de politique budgétaire restrictive, en particulier, le Liban et Hong Kong, dans un contexte de resserrement monétaire destiné à défendre l'ancrage.

La politique monétaire a été plus souvent restrictive pour freiner les fuites de capitaux dans les pays en régime de change fixe (ancrage), comme en Europe de l'Est après la crise de 2008, en Lituanie pendant la crise russe, au Liban en 2004 et à Hong Kong en 1997. Les politiques ont permis de lutter contre l'inflation (Malaisie, Guinée équatoriale par exemple) et ont parfois consisté en des mesures prudentielles (Oman, Koweït).

Peu de pays ont appliqué des mesures protectionnistes, à l'exception du Mali et du Niger au début des années 1980. À l'inverse, la réduction des droits de douane a permis d'augmenter la concurrence et d'exercer un effet à la baisse sur les prix, notamment dans le cadre d'accords régionaux ou multilatéraux (intégration de l'espace Shengen, création de la Grande zone arabe de libre échange, Union douanière sud-afri-

caine, Organisation mondiale du commerce). Certains pays ont pris des mesures fiscales pour améliorer la compétitivité (« dévaluation fiscale ») en couplant une hausse de TVA à une baisse d'autres impôts (Allemagne, Pays-Bas).

#### 3.2.2 Les réformes structurelles sur le marché du travail ont eu des modalités très différentes selon les cas d'ajustement

Dans les cas d'ajustement « autonomes », les coûts salariaux unitaires ont augmenté moins rapidement pendant l'ajustement que la moyenne de l'OCDE, essentiellement sous l'effet de la modération salariale : en Allemagne (-5 % à comparer à +14 % dans la moyenne de l'OCDE sur la période de l'ajustement), en Belgique (+21 % à comparer à +42 %) et en Autriche (+0 % à comparer à +24 %) que dans la moyenne de l'OCDE - les Pays-Bas sont une exception avec une progression légèrement supérieure (13 % à comparer à 12 %). La baisse des coûts salariaux unitaires résulte davantage de la modération salariale que de gains de productivité. En effet, sur les périodes d'ajustement, la productivité du travail a augmenté dans des proportions proches en Allemagne, en Autriche et aux Pays-Bas que dans la moyenne de l'OCDE (données non disponibles pour la Belgique). En plus de réduire les coûts salariaux unitaires, la modération salariale exerce un effet négatif sur la demande intérieure (consommation notamment), ce qui participe à l'ajustement externe. O. Blanchard<sup>12</sup> estime ainsi que l'effet de la modération salariale sur la demande intérieure explique la faiblesse relative de la croissance allemande par rapport à celle de la zone euro à partir de 1995.

La flexibilisation du marché du travail a été limitée dans les cas d'ajustement « autonomes ». La modération salariale s'est faite dans la durée, essentiellement via une croissance faible des salaires nominaux, du même ordre de grandeur que l'inflation, alors que les salaires augmentaient plus fortement chez les partenaires commerciaux. Les indicateurs de rigidité du droit du travail (EPL) publiés par l'OCDE ne mettent pas en évidence de tendance nette à la flexibilisation du marché du travail. Par exemple, en Allemagne, la législation est devenue plus protectrice pour les emplois permanents et plus flexible pour les emplois temporaires (cf. Tableau 2).

Tableau 2 : Indicateurs de protection de l'emploi (EPL) pour les cas d'ajustement autonomes

	Emploi permanent			Emploi temporaire		
	Début ajustement	Fin ajustement	Variation	Début ajustement	Fin ajustement	Variation
Allemagne	2,68	3,00	0,32	2,00	1,25	-0,75
Moyenne OCDE	2,14	2,10	-0,04	1,85	1,79	-0,06
Pays-Bas	3,05	3,05	0,00	1,19	1,19	0,00
Moyenne OCDE	2,14	2,12	-0,02	1,85	1,78	-0,07
Autriche (*)	2,92	2,92	0,00	1,50	1,50	0,00
Moyenne OCDE	2,13	2,14	0,01	1,90	1,79	-0,11

(\*) Le début de l'ajustement pour l'Autriche est pris en 1998 et non 1995 à cause du manque de données disponibles.

Source : OCDE. Calculs DGTTrésor.

Les réformes du marché du travail se sont traduites par une augmentation de la population active, ce qui a permis la modération salariale. Ces réformes ont concerné notamment les retraites : augmentation de l'âge d'ouverture des droits, mesures désincitatives pour les préretraites (Allemagne, Pays-Bas). Des dispositions ont été prises pour diminuer le salaire de réservation afin d'augmenter la population active (Allemagne, Pays-Bas, Irlande), notamment en diminuant l'indemnisation des chômeurs. Enfin, la création d'agences pour l'emploi et la mise en place de programmes de

formation ont aussi contribué à accroître la population active, dans certains pays.

Des changements dans la législation et dans les négociations salariales ont permis de mieux aligner la progression des salaires avec la productivité. Par exemple, entre 1993 et 1996, la Belgique a pris des mesures pour limiter l'augmentation des salaires nationaux en fonction des salaires des partenaires commerciaux. L'Allemagne a réduit les charges sociales sur les bas salaires, en 2003. Il semble que la modération salariale ait été plus efficace lorsqu'elle s'est faite sur la durée (Autriche, Allemagne). Dans

(12) O. Blanchard, (2007), "Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal", *Portuguese Economic Journal*.

plusieurs pays d'Europe périphérique (Espagne, Lettonie, Irlande, Italie, Portugal), les rigidités nominales des salaires ont freiné l'ajustement et le chômage a fortement crû. Certaines études montrent que les baisses de salaires dans le secteur public, comme en Lettonie et en Irlande<sup>13</sup>, décidées entre 2008 et 2010, se seraient peu répercutées sur les salaires dans le secteur privé. Toutefois, les ajustements de salaires et de prix relatifs sont en cours dans ces pays et il est trop tôt pour en tirer des conclusions définitives.

### *3.2.3 La concurrence a été stimulée sur le marché des biens et services*

L'Autriche, la Belgique, les Pays-Bas et le Liban ont renforcé leur autorité en charge de la concurrence. Un mouvement de dérégulation a diminué les barrières à l'entrée et limité les situations de rente (Burkina-Faso, Espagne, Jordanie, Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Liban, Lituanie, Côte d'Ivoire 2000-2002, Lesotho, Gabon 1992-1996, Mali, Niger, Arabie saoudite 2001-2005, Bulgarie, Bahreïn, Qatar and Tchad). La plupart des pays ont diminué la réglementation dans les secteurs de réseaux (telecom, énergie) et parfois dans le secteur financier (Malaisie, Lesotho). Ce mouvement s'est accompagné de programmes de privatisation avec un effet positif à court terme sur la dette publique et l'appel au marché. Enfin, plusieurs pays ont cherché à améliorer le climat des affaires et à simplifier l'environnement administratif des entreprises (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Liban, Bulgarie, Lituanie).

### *3.2.4 Des gains de productivité du capital et du travail ont été réalisés, notamment par des investissements de long terme*

La plupart des pays de l'échantillon ont mené des programmes destinés à améliorer leur productivité. Toutefois, l'amélioration de la productivité n'a pas toujours été significativement plus forte que dans les autres pays - ainsi pour les cas d'ajustement autonomes, elle a été du même ordre de grandeur sur les périodes d'ajustement que pour les pays de l'OCDE. Par ailleurs, pour les ajustements courts, l'impact positif sur le solde courant des programmes mis en œuvre pour améliorer la productivité n'est peut-être pas toujours observable à l'échelle de temps considérée. Parmi les programmes menés, l'Autriche a lancé un programme de restructuration industrielle dans les années 1990 pour améliorer la productivité et les Pays-Bas ont créé une plate-forme pour soutenir l'innovation et allouer l'investissement dans des secteurs en forte croissance. Dans de nombreux cas, la productivité du travail a augmenté pendant l'ajustement, avec quelques exceptions (la Lituanie entre 2007 et 2009, par exemple). La plupart des pays et notamment les économies émergentes ont investi dans l'éducation (Belgique, Burkina-Faso, Bulgarie, Malaisie, Niger) et dans la construction d'infrastructures (Lituanie

1998-2001, Niger, Gabon 1988-1990, Oman, Lituanie 2007-2009, Bulgarie, Burkina-Faso).

### *3.2.5 La plupart des pays ont développé le secteur ouvert, particulièrement dans les domaines où ils possédaient un avantage comparatif*

Pour les pays exportateurs de matières premières, l'État ou le secteur privé ont mené des politiques visant à mettre en valeur des ressources naturelles minières, énergétiques (Burkina-Faso, Lesotho, pays pétroliers) ou agricoles (Côte d'Ivoire, Gabon, Mali, République centrafricaine, Tchad) afin de développer leurs exportations.

Les pays de l'échantillon ont développé la production de biens manufacturés, à des fins exportatrices ou afin de réduire la dépendance aux importations (pays industrialisés et certains pays pétroliers : Arabie Saoudite, Bahreïn 2002-2007, Oman, Qatar, Tchad).

Le bénéfice du développement du secteur ouvert a été d'autant plus grand, pour les pays exportateurs, que la demande des partenaires commerciaux était forte et en croissance - par exemple, certains pays européens (Allemagne, Autriche, Pays-Bas) ont bénéficié de la demande croissante de biens d'équipement dans les économies émergentes (particulièrement en Europe de l'Est, au Moyen-Orient et en Asie). Dans les années 2000, les pays pétroliers ont bénéficié de la hausse de la demande mondiale et des prix du pétrole.

### **Conclusion**

Il existe une variété de cas d'ajustement du solde courant en change fixe. Pour la plupart des exemples identifiés, les pays ont bénéficié d'une amélioration significative de l'environnement économique ou de l'exploitation de matières premières, au cours de la période. Le coût économique et social du processus est généralement plus important lorsque l'ajustement se déroule dans un cadre de stress financier ou sous la pression des marchés. Le rééquilibrage du solde courant passe alors par une compression de la demande intérieure qui réduit les importations et exerce un effet à la baisse sur les prix, permettant des gains de compétitivité. Les pays qui ont réalisé leur ajustement courant en l'absence de stress financier ou dans un contexte de pression modérée des marchés se sont ajustés pendant une période plus longue. Ce délai leur a permis de mettre en œuvre des politiques structurelles de compétitivité au coût social mieux maîtrisé, ce qui a permis une hausse du chômage plus faible que dans les cas d'ajustement ample et rapide. Les politiques économiques qui ont augmenté le solde courant ont été menées à des degrés divers et avec des composantes variées selon les pays : développement du secteur ouvert, amélioration de la productivité du capital ou du travail, augmentation de la concurrence, modération salariale.

**Jean LE PAVEC**

(13) S. Piton, Y.E. Bara (2012), "Internal Devaluation: Nothing but Sweat and Tears?" *La Lettre du CEPII* n° 234.

**Tableau 3 : Description de l'échantillon et des facteurs d'ajustement courants observés**

	Ajustement							Typologie de l'ajustement	
	BC déb ajust	BC fin ajust	Ampleur	Période	Durée	Ancrage (*)	Type	Environnement extérieur	Demande intérieure
Allemagne	-1,7	7,5	9,2	2000-2007	7 ans	euro	auto.	défavorable au début (crise de 2001), puis favorable, gains de compétitivité	modération salariale, ajustement budgétaire
Arabie saoudite	-21,0	0,4	21,4	1991-1996	5 ans	dollar		dégradation des termes de l'échange puis rebond à la fin de l'ajustement, développement du secteur pétrolier	ajustement budgétaire (après la guerre du Golfe)
Arabie saoudite	5,1	28,5	23,4	2001-2005	4 ans	dollar		amélioration des termes de l'échange, développement du secteur pétrolier et non pétrolier	politique monétaire restrictive vers la fin de l'ajustement, quelques mesures de restriction budgétaire
Autriche	-2,9	2,6	5,5	1995-2002	7 ans	ECU/euro	auto.	défavorable au début (crise de 2001), puis favorable, gains de compétitivité	ajustement budgétaire avant l'entrée dans l'euro, modération salariale
Bahreïn	-17,4	4,3	21,7	1992-1996	4 ans	dollar		dégradation au début puis amélioration des termes de l'échange	baisse des importations après la Guerre du Golfe
Bahreïn	-0,7	15,7	16,4	2002-2007	5 ans	dollar		amélioration des termes de l'échange, développement du secteur hors pétrolier	mesures prudentielles, quelques mesures budgétaires
Belgique	1,8	7,9	6,1	1990-1999	9 ans	ECU/euro	auto.	décélération de la demande externe (1990-1993) puis reprise	consolidation budgétaire avant l'entrée dans l'euro, modération salariale
Belize	-18,6	-2,5	16,1	2003-2006	3 ans	dollar		amélioration des termes de l'échange, hausse de la demande externe	fort ajustement budgétaire, mesure prudentielles
Bulgarie	-30,2	-0,9	29,3	2007-...	en cours	euro	cont.	forte dégradation (crise mondiale) puis léger rebond	forte contraction de la demande intérieure publique et privée
Burkina Faso	-11,2	-3,5	7,8	2008-...	en cours	uemoa		chute de la demande mondiale (crise mondiale) puis rebond	chute de la demande intérieure dans un contexte de crise (inondations) et de hausse des prix à la consommation
Côte d'Ivoire	-11,4	-0,9	10,4	1992-1994	2 ans	uemoa		dégradation des termes de l'échange puis amélioration, baisse du taux de change effectif réel à la suite de la dévaluation du franc CFA, transferts	ajustement budgétaire
Côte d'Ivoire	-2,8	6,7	9,5	2000-2002	2 ans	uemoa		détérioration puis amélioration des termes de l'échange, baisse de la demande mondiale puis rebond	baisse de la demande privée (contexte de troubles intérieurs)
Djibouti	-24,3	-4,8	19,6	2008-...	en cours	dollar		chute de la demande mondiale (crise mondiale) puis rebond	baisse de la demande privée
Espagne	-10,0	-4,6	5,4	2007-...	en cours	euro	cont.	forte dégradation (crise mondiale) puis léger rebond	forte contraction de la demande intérieure publique et privée
Estonie	-17,2	4,5	21,7	2007-2009	2 ans	euro	cont.	forte dégradation (crise mondiale) puis léger rebond	forte contraction de la demande intérieure publique et privée
Gabon	-15,7	2,5	18,2	1988-1990	2 ans	cemac		amélioration des termes de l'échange, développement du secteur pétrolier et minier	ajustement budgétaire
Gabon	-4,0	15,6	19,6	1992-1996	4 ans	cemac		détérioration puis amélioration des termes de l'échange, baisse du TEER à la suite de la dévaluation du franc CFA en 1994, transferts	ajustement budgétaire
Guinée équatoriale	-33,3	9,1	42,4	2003-2008	5 ans	cemac		amélioration des termes de l'échange, développement du secteur pétrolier et gazier	réduction des dépenses publiques, politique monétaire restrictive
Hong Kong	-4,4	6,3	10,7	1997-1999	2 ans	dollar	cont.	dégradation (crise asiatique, dépréciation du yen, attaque spéculative sur le régime de change) puis rebond	forte contraction de la demande privée (via la dégradation des conditions de financement - défense de l'ancrage)
Irlande	-5,7	0,4	6,1	2008-...	en cours	euro	cont.	forte dégradation (crise mondiale) puis rebond	forte contraction de la demande intérieure publique et privée
Jordanie	-17,2	-3,7	13,5	2007-2009	2 ans	dollar		amélioration au début (après la crise irakienne, amélioration des termes de l'échange, finalisation d'accords au club de Paris) puis dégradation (crise mondiale)	contraction de la demande intérieure publique et privée
Koweït	11,2	36,1	24,9	2002-2006	4 ans	PM (**)		amélioration des termes de l'échange	mesures prudentielles, modération salariale
Lesotho	-37,9	6,1	44,0	1996-2001	5 ans	rand		baisse du TEER liée à la dépréciation du rand, développement du secteur ouvert	baisse de la demande privée (contexte de troubles intérieurs)
Lettonie	-22,5	8,6	31,1	2006-2009	3 ans	euro	cont.	forte dégradation (crise mondiale) puis rebond	forte contraction de la demande intérieure publique et privée
Liban	-15,3	-5,3	10,0	2004-2006	2 ans	dollar	cont.	dégradation (fuite de capitaux et attaques spéculatives sur le régime de change) puis conflit avec Israël	baisse de la demande intérieure liée à une crise politique (assassinat de R Hariri) puis financière
Lituanie	-11,5	-4,7	6,8	1998-2001	3 ans	dollar	cont.	défavorable au début (appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro) amélioration des termes de l'échange, gains de productivité	contraction initiale (récession en 1999), contraction de la demande publique au cours de l'ajustement, modération salariale
Lituanie	-14,6	4,4	19,0	2007-2009	2 ans	euro	cont.	forte dégradation (crise mondiale) puis rebond	forte contraction de la demande intérieure publique et privée
Malaisie	7,9	16,5	8,6	2001-2006	5 ans	dollar		défavorable au début (crise de 2001, épidémie du SRAS), puis favorable, amélioration des termes de l'échange	contraction la première année, puis rebond
Mali	-4,9	2,8	7,7	1986-1987	1 an	uemoa		chute puis rebond de la production agricole, amélioration des termes de l'échange, transferts	modération des dépenses publiques
Niger	-11,6	-0,5	11,1	1982-1984	2 ans	uemoa		transferts (réaménagement de la dette et passage en club de Paris en 1983)	fort ajustement budgétaire, chute du crédit
Oman	-22,5	15,9	38,4	1998-2000	2 ans	dollar		amélioration des termes de l'échange	restriction de la demande intérieure (mesures prudentielles)
Pays-Bas	1,9	9,7	7,8	2000-2006	6 ans	euro	auto.	défavorable au début (crise de 2001), puis favorable, gains de productivité	modération salariale, ajustement budgétaire
Qatar	-31,0	27,3	58,4	1995-2001	6 ans	dollar		dégradation puis amélioration des termes de l'échange à la fin de l'ajustement, diversification des exportations	ajustement budgétaire, modération salariale, mesures prudentielles
République centrafricaine	-12,8	-3,1	9,7	1983-1985	2 ans	cemac		favorable, rétablissement des conditions de production après une sécheresse en 1983	ajustement budgétaire
République du Congo	-28,5	13,5	42,1	1998-2000	2 ans	cemac		favorable, rétablissement du secteur exportateur, transferts	demande privée faible (troubles militaires au début de l'ajustement)
Swaziland	-12,2	10,7	23,0	1982-1988	6 ans	rand		baisse du TEER liée à la dépréciation du rand	troubles politiques liés à la succession du roi
Swaziland	-6,0	4,9	10,9	1998-2003	5 ans	rand		baisse du TEER liée à la dépréciation du rand, développement du secteur ouvert	baisse de la demande privée en lien avec la hausse des prix à la consommation, ajustement budgétaire
Tchad	-94,7	13,7	108,4	2002-2007	5 ans	cemac		amélioration des termes de l'échange, développement des exportations de pétrole, transferts	ajustement budgétaire

Lecture : auto. = autonome, cont.=contraint ; BC= balance courante. Les trois premières colonnes expriment la balance courante au début de l'ajustement, à la fin de l'ajustement et l'ampleur de l'ajustement en points de PIB, pour chacun des pays.

(\*) Le franc belge et le shilling autrichien ont fait partie du système monétaire européen jusqu'en 1999, avant d'intégrer l'euro

(\*\*) PM=Panier monétaire (le panier monétaire du Koweït évolue progressivement vers le dollar).

Sources : FMI, DG Trésor. Calculs DG Trésor.

**Éditeur :**

Ministère de l'Économie et  
des Finances et Ministère  
du Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la Publication :**

Claire Waysand

**Rédacteur en chef :**

Jean-Philippe Vincent  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050

**Derniers numéros parus****Mai 2013**

n°113. Système bancaire parallèle aux États-Unis : évolution et enjeux économiques  
Timothée Jaulin, Benjamin Nefussi

---

**Avril 2013**

n°112. La situation économique mondiale au printemps 2013 : un début d'éclaircie ?  
Pierre Lissot et Amine Tazi  
n°111. Incertitude conjoncturelle : comment la mesurer ?  
Raul Sampognaro

---

**Mars 2013**

n°110. Réformes Hartz : quels effets sur le marché du travail allemand ?  
Flore Bouvard, Laurence Rambert, Lucile Romanello, Nicolas Studer

---

**Février 2013**

n°109. L'Asie à l'horizon 2020 : modèles de croissance et déséquilibres  
Stéphane Colliac

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>