

Peut-on se relever d'une crise bancaire ?

Analyse comparée de l'Irlande et de l'Islande

Céline Antonin et Christophe Blot

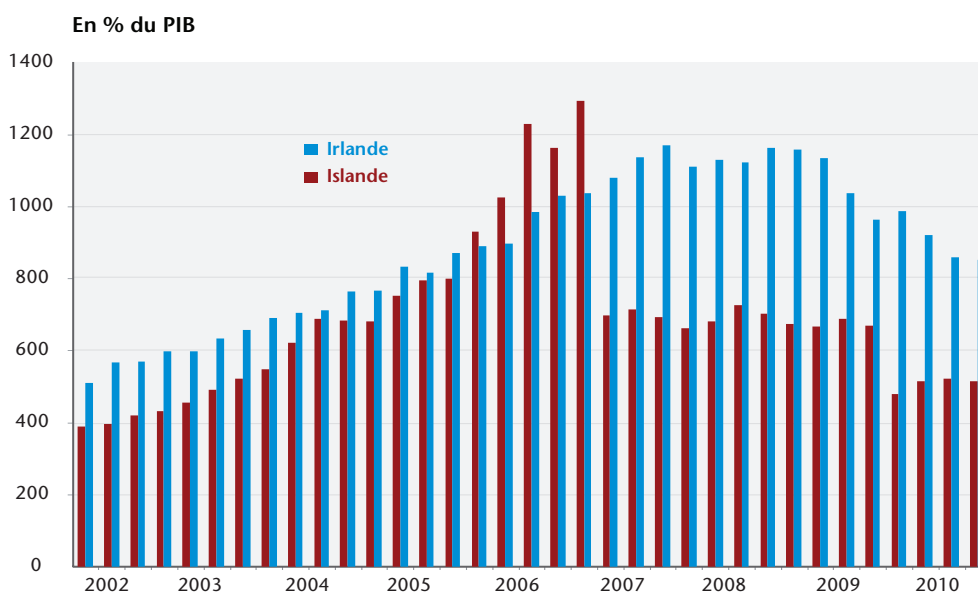
En économie, les miracles s'avèrent parfois être des mirages. L'Islande et l'Irlande en font l'expérience. Ces deux petites économies ouvertes, paradis de la finance libéralisée et dérégulée, havres de croissance au début des années 2000, ont été frappées de plein fouet par la crise financière. La nationalisation quasi-intégrale des systèmes financiers qui en a résulté, a pesé sur la dette publique de ces deux pays. Selon [Laeven et Valencia \(2012\)](#), le coût budgétaire de la crise bancaire s'est respectivement élevé à 44 et 41 points de PIB en Islande et en Irlande, ce qui place ces deux crises dans le palmarès des dix crises bancaires les plus coûteuses depuis le début des années 1970. Pour endiguer la hausse de la dette et les risques d'insoutenabilité, les gouvernements irlandais et islandais ont, dès 2010, mis en œuvre des plans d'austérité budgétaire. S'il y a donc de nombreuses similitudes entre les deux pays, il faut également souligner une différence de taille : l'Irlande est un État membre de l'Union monétaire européenne, alors que l'Islande conserve l'autonomie de sa politique monétaire et de change. Si la crise bancaire islandaise fut amplifiée par une crise de change, la dépréciation de la couronne fut ensuite un facteur de reprise si bien qu'aujourd'hui, la croissance est de retour en Islande. En revanche, la sortie de crise reste plus timide en Irlande. Cette note revient sur la situation financière et macroéconomique récente de ces deux pays afin de montrer dans quelle mesure les divergences de *policy-mix* peuvent rendre compte de trajectoires de sortie de crise différentes.

Des crises comparables...

En Islande comme en Irlande, la première partie des années 2000 a été marquée par un développement financier exceptionnel qui a nourri la crois-

sance : entre 2001 et 2007, l'Irlande et l'Islande ont connu des taux de croissance moyens élevés (4,7 % et 5,3 % respectivement). Cette croissance d'avant-crise s'est néanmoins accompagnée de déséquilibres croissants, avec l'apparition de bulles dans les secteurs bancaire, financier et immobilier, alimentant l'inflation (3,8 % par an en moyenne en Irlande et 4,7 % en Islande entre 2001 et 2007). La taille du secteur financier rapportée au PIB a doublé en Irlande entre 2004 et 2009 et triplé en Islande entre 2004 et 2008 (graphique 1).

Graphique 1. Taille du secteur financier



Note : Actifs financiers des institutions financières et monétaires, rapportés au PIB

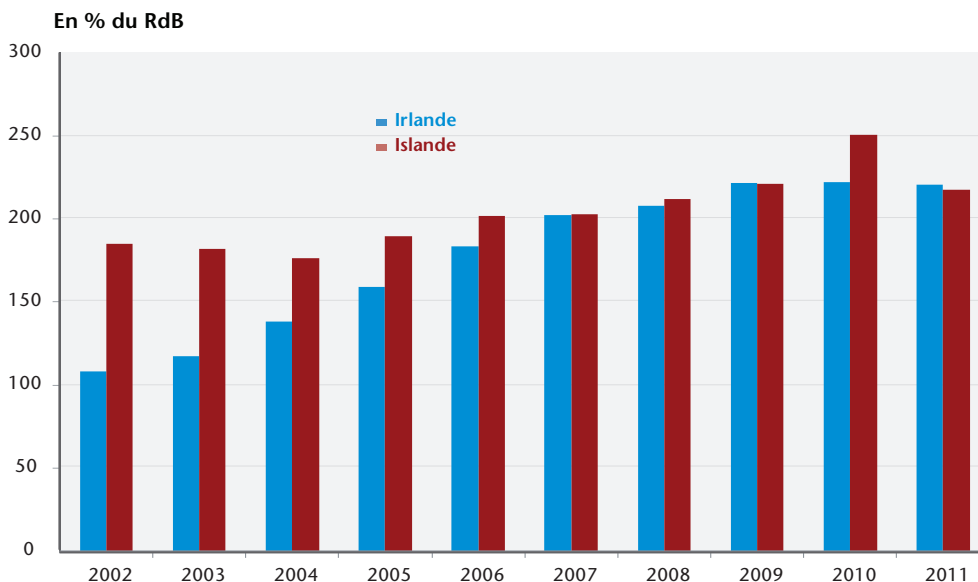
Sources : Banques centrales d'Irlande et d'Islande.

L'adhésion de l'Irlande à la zone euro lui a permis de bénéficier de faibles taux d'intérêt qui, combinés à l'inflation, se sont traduits par des taux d'intérêt réels négatifs, et partant, une hausse de la demande intérieure et un surendettement des ménages. Rapporté au revenu disponible brut, l'endettement des ménages irlandais est ainsi passé de 109 % en 2002 à 208 % en 2008. En Islande, la dette des ménages, déjà importante au début des années 2000 (184 % du revenu disponible brut en 2002) a également progressé, atteignant 212 % du PIB en 2008 (graphique 2). La montée de ces déséquilibres a eu pour corollaire un creusement du déficit courant, passé de 4,8 % à 24,7 % du PIB en Islande, et de 0 à 5,9 % du PIB en Irlande entre 2003 et 2008. Dans les deux pays, la compétitivité s'est dégradée puisque le taux de change réel s'est apprécié de 26,5 % en Irlande et de 34,4 % en Islande.

Ces déséquilibres sont devenus insoutenables avec l'entrée en crise du système financier mondial pendant l'été 2007, qui a entraîné un ajustement brutal des deux économies. La faillite quasi-intégrale des systèmes financiers nationaux a provoqué une profonde récession, dès 2008 en Irlande et en 2009 dans les deux pays (-5,4 % en Irlande et -6,9 % en Islande en 2009). Le chômage

a rapidement augmenté : respectivement de 8 et 7 points en Irlande et en Islande entre la fin de l'année 2007 et la fin de l'année 2009. Les gouvernements sont massivement intervenus afin d'éviter l'effondrement complet de leur système bancaire. Si les modalités de l'intervention ont divergé, le coût fiscal des plans de sauvetage n'en fut pas moins exorbitant. De plus, la chute de l'activité et la montée du chômage ont également fortement pesé sur les finances publiques du fait du jeu des stabilisateurs automatiques. La crise que traversent l'Irlande et l'Islande est à l'image de nombreuses autres crises financières. La vague de libéralisation financière et le développement d'innovations financières ont accru la fragilité du système bancaire et alimenté de multiples déséquilibres, dont la résorption s'est traduite par une forte chute de l'activité. Dans ce contexte, l'intervention publique se révèle primordiale. Au-delà du sauvetage du système financier, l'expérience montre qu'un *policy-mix* adapté peut amortir le choc créé par l'éclatement de la bulle¹.

Graphique 2. Endettement des ménages



Sources : Banque centrales d'Irlande et d'Islande.

Policy-mix : le rôle de la politique budgétaire et du taux de change

Pourtant, le coût fiscal cumulé de la crise bancaire et de la crise économique a rapidement posé la question de la soutenabilité des finances publiques et donc contraint le recours à une politique budgétaire de soutien de l'activité. En Islande, la dette publique² a été multipliée par 2,5 entre 2007 et 2008 et représentait

1. Voir Blot Ch., J. Creel, C. Riffart et D. Schweisguth (2011): « Crises financières: l'éternel recommencement ? », in *La crise dans tous ses états*, sous la direction de Y. Echinard et F. Labondance, PUG.
2. Au sens d'Eurostat.

99 % du PIB en 2011. Quant à la dette publique irlandaise, elle a été multipliée par plus de 4 entre 2007 et 2011 pour atteindre 106 % du PIB. A cet égard, il faut souligner une différence majeure entre les deux pays. L'État islandais a certes procédé à la nationalisation des trois principales banques de l'île, il a néanmoins laissé ses banques faire partiellement défaut, en garantissant sélectivement les dépôts de ses ressortissants, comme en témoigne l'affaire *Icesave*³. A contrario, l'Irlande, malgré le coût associé aux recapitalisations et à l'assainissement du système bancaire (plus de 70 milliards d'euros) a tenu à éviter le défaut de paiement, avec une garantie publique des dépôts et des engagements, et la mise en place d'une structure de défaillance (NAMA) pour gérer les actifs fortement dépréciés liés à des opérations immobilières. En novembre 2010, l'Irlande était contrainte de demander l'aide de l'Union européenne et bénéficiait ainsi d'un plan de sauvetage de 85 milliards d'euros. Une telle aide européenne fut proscrite pour l'Islande, qui s'est alors tournée vers le FMI. Si dans les deux cas, les gouvernements ont d'abord mené des politiques budgétaires expansionnistes, ils furent rapidement contraints d'engager une stratégie de consolidation budgétaire visant à réduire rapidement les déficits publics. Selon les estimations du FMI, l'ampleur de la réduction du déficit budgétaire structurel à partir de 2009 en Irlande et 2010 en Islande est comparable. Si la composition de l'ajustement fiscal a pu différer, il reste que l'orientation de la politique budgétaire fut clairement restrictive dans les deux pays, et donc indépendamment de l'appartenance à l'UEM et des contraintes du Pacte de stabilité et de croissance. De fait, la principale différence entre les deux pays porte sur l'évolution des conditions monétaires.

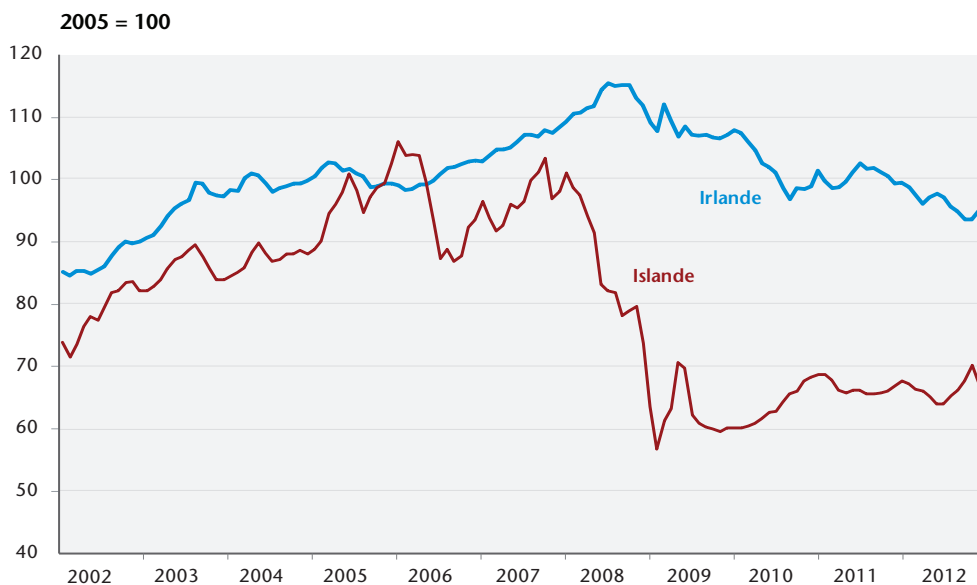
En raison de son appartenance à la zone euro, l'Irlande a transféré sa souveraineté monétaire ainsi que la gestion de sa politique de change à la BCE. Elle a cependant bénéficié de la baisse des taux et des mesures non conventionnelles mises en œuvre par la BCE. Celles-ci furent notamment largement destinées à pallier le risque d'illiquidité des banques de la zone euro. En contrepartie, l'Irlande a perdu la maîtrise de son taux de change, fermant la possibilité du recours à une dévaluation monétaire pour gagner en compétitivité, résorber le déficit courant et stimuler la croissance. Dans ces conditions, les autorités irlandaises ont mis en œuvre de nombreuses mesures destinées à améliorer leur compétitivité *via* une dévaluation interne visant à réaliser l'ajustement *via* la déflation et la mise en œuvre de réformes structurelles. Ainsi, les salaires des fonctionnaires ont été réduits de 2,3 % en 2010-2011. Les résultats sont pourtant mitigés : après un bref passage en déflation en 2009-2010, l'indice des prix à la consommation a crû en moyenne de 2 % entre mi-2010 et fin 2012. En outre, les gains de compétitivité ont été très limités, comme le montre l'évolution du taux de change effectif réel (graphique 3). Certes, on assiste à l'amélioration du solde courant, en excédent depuis 2010, mais qui est essentiellement imputable à la forte baisse de la demande intérieure, plutôt qu'à des gains de compétitivité. Ainsi, si on corrige la balance courante des évolutions de la demande intérieure, on constate qu'elle n'a cessé de se dégrader depuis 2006⁴. Enfin, si l'apparte-

3. Voir Céline Antonin, L'Islande sur l'autel de la finance internationale, *Clair et net OFCE*, février 2010.

4. Voir Bara & Piton (2012) : « Peut-on dévaluer sans dévaluer ? », *La lettre du CEPII*, 324.

nance à la zone euro a évité à l'Irlande une attaque spéculative contre sa monnaie, elle n'en fut pas moins soumise aux turbulences du marché qui se sont alors portées sur la dette publique. Comme le rappelle De Grauwe (2011)⁵, les membres d'une union monétaire se trouvent dans la même position qu'un pays émergent endetté dans une monnaie étrangère. La quasi-irrévocabilité du régime de change ne fait alors que déplacer la cible des attaques spéculative du marché des changes aux marchés de dette.

Graphique 3. Taux de change effectif réel



Note : Une hausse correspond à une appréciation.

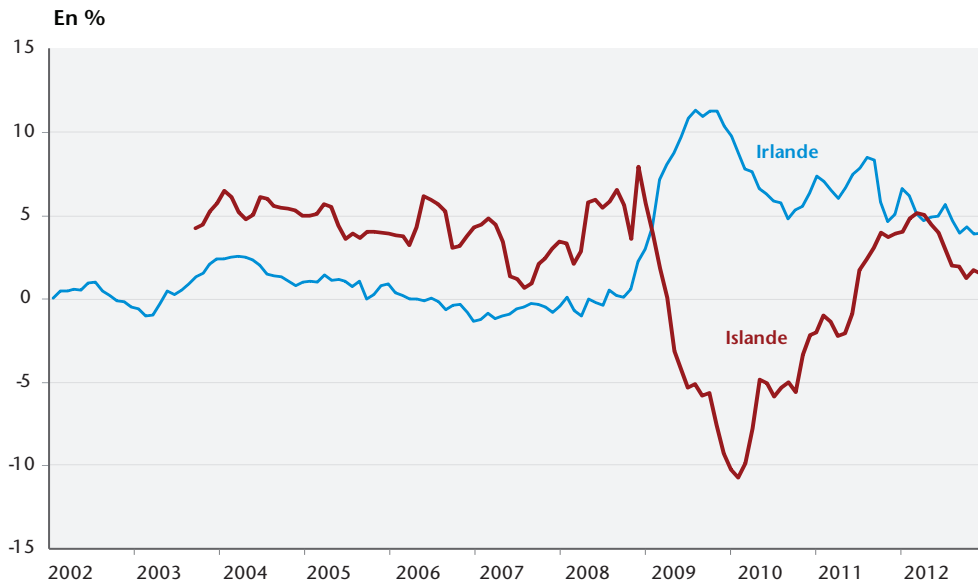
Source : FMI.

Non contrainte par son appartenance à la zone euro, l'Islande dispose de l'entière souveraineté en matière de politique monétaire et la politique de change. Cependant, malgré l'indépendance de la politique monétaire, la Banque centrale a dû faire face aux attaques spéculatives contre la couronne. La Banque centrale a donc maintenu des taux d'intérêt plus élevés et n'a entrepris un assouplissement de la politique monétaire qu'à partir de février 2009, qui fut rapidement transmis aux taux d'intérêt de long terme. Il reste qu'entre juillet 2007 et décembre 2008, la couronne a perdu 50 % de sa valeur vis-à-vis de l'euro, ce qui s'est répercuté sur le taux de change effectif réel (graphique 3). Les gains de compétitivité ont permis la hausse des exportations et la résorption d'une partie du déficit courant, passé de 25 % du PIB en 2008 à 7 % du PIB en 2011. Ce phénomène s'est accompagné d'une inflation à deux chiffres en 2008 et 2009. La poussée inflationniste a amplifié la baisse du pouvoir d'achat des ménages en 2009 (-18,4 %) mais a dans le même temps fortement contribué à la baisse du taux d'intérêt réel (graphique 4). Dès 2010, l'inflation reculait nette-

5. Voir P.De Grauwe (2011) : « The governance of a fragile Eurozone », *CEPS Working Paper*, 346.

ment pour s'établir à 5,4 %. Ainsi, les conditions monétaires furent très certainement bien plus favorables en Islande qu'elles ne l'ont été en Irlande.

Graphique 4. Taux d'intérêt réel



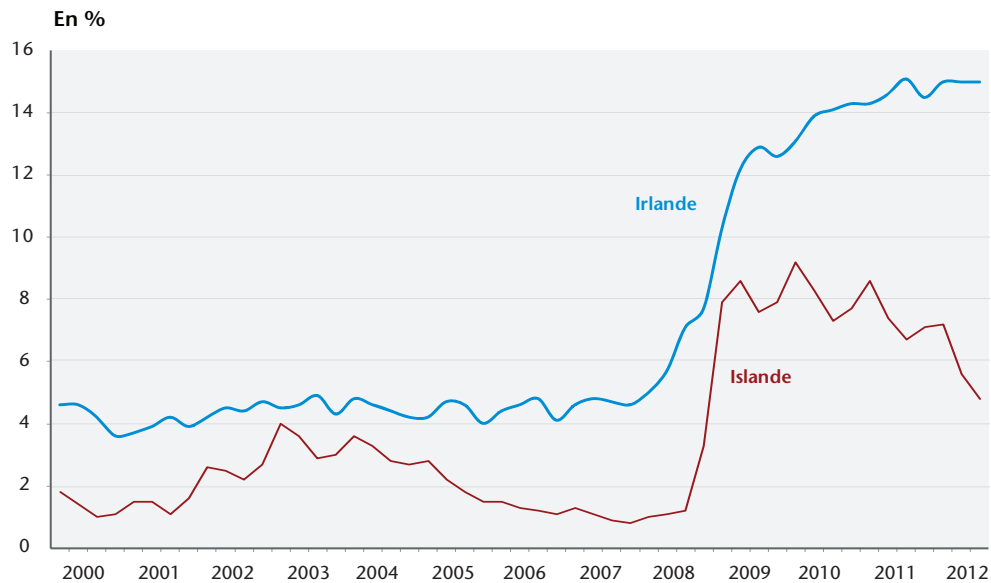
Source : Datasteam, Eurostat, Central Bank of Island.

Définir le *policy-mix* optimal

Quel bilan tirer aujourd'hui du *policy-mix* mis en œuvre en Irlande et en Islande au regard de la situation macroéconomique de ces deux pays ? Premièrement, ces deux cas témoignent d'un fait abondamment mis en évidence dans la littérature : les récessions liées aux crises financières (bancaire, boursière, de change et crise jumelle ou crise triple) seraient plus longues et plus profondes. De fait, au troisième trimestre 2012, l'Irlande et l'Islande n'ont toujours pas retrouvé le niveau d'activité d'avant-crise.

En Irlande, la croissance peine à repartir. La consolidation budgétaire freine la demande intérieure dans un contexte où les ménages continuent à privilégier le désendettement. Les effets de la dévaluation interne sont trop insuffisants pour capter une demande externe rendue moribonde par la nouvelle entrée en récession de la zone euro. En Islande, la reprise a été plus tardive, la crise bancaire ayant été amplifiée par la chute de la couronne en 2008. La dévaluation a en effet entraîné un pic d'inflation et donc une perte de pouvoir d'achat pour les ménages. De plus, la hausse de la charge de la dette s'est fortement accrue pour les agents endettés en monnaie étrangère. Mais ensuite, l'Islande a retrouvé le chemin de la croissance, bénéficiant d'un regain de compétitivité qui a permis un ajustement plus rapide des déséquilibres externes. Le taux de chômage a également entamé une décrue au début de l'année 2010. Il est redescendu à moins de 5 % en fin d'année 2012 alors qu'en Irlande, il stagne autour de 15 % depuis la mi-2011 (graphique 5).

Graphique 5. Taux de chômage



Source : Instituts statistiques nationaux.

Ces deux expériences permettent de tirer deux conclusions :

- D'une part, la dévaluation interne est moins efficace que la dévaluation externe.
- D'autre part, la consolidation budgétaire s'avère moins coûteuse lorsqu'elle est accompagnée de conditions monétaires (et notamment d'une politique de change) favorables.

Dans ces conditions, il devient indispensable dans une union monétaire de prendre en compte les contraintes de la gestion d'une politique monétaire et de change communes. Si une sortie de la zone euro ne constitue pas une alternative sérieuse, étant donné les coûts d'une telle stratégie et la nature éminemment politique d'un tel engagement, le *policy-mix* doit être repensé afin d'éviter la mise en œuvre de politiques déflationnistes coûteuses en termes d'emploi et de croissance. Une meilleure coordination des politiques macroéconomiques est indispensable dans l'ensemble de la zone euro. La crise européenne résultant en partie des déséquilibres croissants, les ajustements nécessaires ne peuvent reposer uniquement sur les pays déficitaires⁶. Les pays en situation d'excédents doivent engager des politiques de reflation, et l'ajustement budgétaire doit être assoupli s'il ne peut pas être compensé par des conditions monétaires appropriées. Cela semble être la voie la plus indiquée pour sortir les pays les plus fragiles – non seulement l'Irlande, mais aussi la Grèce, le Portugal ou l'Espagne – de l'ornière, sans renoncer pour autant au sacro-saint euro.

6. Voir l'analyse et les conclusions du rapport iAGS sur le site <http://www.iags-project.org/>.