

L'euro est-il sauvé ?

LE POINT DE VUE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

Depuis le début de l'année, un scénario de sortie de crise semble se profiler : les gros pays (Italie, Espagne, France) parviendront à réduire leurs déficits budgétaires progressivement, les petits pays de la périphérie (Grèce, Portugal, Irlande) feront défaut sur une partie de leur dette, et les banques européennes seront sauvées par les liquidités de la BCE. La transition serait financée par les banques grâce à l'appui de la BCE. Les keynésiens s'alarment des conséquences d'un ajustement trop rapide sur la croissance. Mais, au fond, il semble que s'installe un consensus sur la plausibilité de cette voie de sortie.

Malheureusement, ce scénario n'est pas seulement optimiste, il est surtout incomplet. Le véritable ajustement, qui conditionne le retour à l'équilibre, est celui de la compétitivité relative des pays de la zone euro. Les pays de la périphérie ont accumulé au cours des années 2000 des dettes publiques et privées qui ont servi à financer des hausses de salaire bien supérieures aux gains de productivité. Résultat : ces pays n'exportent pas assez, leur taux de chômage est colossal. Pour les remettre à niveau, il n'y a que trois solutions : 1) leur sortie de l'euro ; 2) des transferts permanents depuis les pays compétitifs de la zone (comme par exemple avec la Corse ou la Guadeloupe à l'intérieur de la France) ; ou 3) une dévaluation interne (baisse des salaires dans les pays non compétitifs).

Les politiques européens ont choisi résolument la voie de la dévaluation interne. En ce sens, critiquer la rapidité de la consolidation budgétaire mise en œuvre au Portugal, en Grèce et en Irlande, c'est se tromper sur son but. Il s'agit de créer de véritables dévaluations internes et pas simplement de rétablir l'équilibre des comptes publics. L'objec-

tif est que tous les salaires diminuent, pas simplement celui des fonctionnaires. C'est pour cela que les plans d'austérité baissent le salaire minimum, les prix administrés et les minima sociaux.

Est-ce une stratégie crédible ? Il y a peu d'exemples de dévaluations internes réussies : une dévaluation interne met

convulsions liées à la compression de la demande ; elle assure aussi que l'alternance politique ne revienne pas sur les mesures prises. C'est l'enseignement de l'expérience lettonne.

Les pays de la périphérie n'ont plus l'option de l'austérité modérée : des ajustements drastiques sont nécessaires.

Une dévaluation interne fondée sur la baisse des salaires met beaucoup plus de temps qu'une dévaluation du taux de change à atteindre le même objectif de baisse des prix.

beaucoup plus de temps qu'une dévaluation du taux de change à atteindre le même objectif de baisse des prix ; pendant la période de transition, la demande s'effondre, le chômage explose et le système financier vacille. Ce type de convulsion était fréquent à l'époque de l'étalon-or. Un exemple célèbre est celui de la « déflation Laval », mise en œuvre en 1935 : baisse des salaires des fonctionnaires, des retraites d'anciens combattants, du prix du pain, des loyers, etc. Résultat : l'économie française s'est effondrée alors que l'économie mondiale se ressaisissait. Plus près de nous, la Lettonie, souvent citée en exemple, a pratiqué cette politique en 2008. Le taux de chômage, après être passé de 6 % à 20 % en un an, est redescendu à 15 % fin 2011. Le PIB a chuté de 20 % en 2009, mais s'est stabilisé en 2010.

Pour être efficace, une dévaluation interne doit être rapide et massive. La rapidité permet de minimiser les

C'est le prix à payer pour sauver la zone euro dans son périmètre actuel. Mais ce pari reste incertain : un Etat membre pourrait en cours de route juger la sortie de l'euro préférable à la dévaluation interne. Dans ce cas, une dévaluation massive (supérieure à 30 %) de l'euro, orchestrée par la BCE sera nécessaire pour convaincre les autres de persévérer. Hormis un transfert direct, ce sera le seul levier qui pourra atténuer les efforts requis pour rétablir la balance commerciale du sud de l'Europe, car monétiser la dette publique par l'inflation ne peut résoudre un problème de compétitivité. Mais la Chine et les Etats-Unis ne pourront rester sans rien faire. Alors, la guerre des monnaies commencera vraiment.

Augustin Landier est professeur de finance à la Toulouse School of Economics
David Thesmar est professeur à HEC