

Euro : Dévaluer pour éviter le pire

Gérard Lafay, Professeur émérite à l'Université Panthéon-Assas Paris II
Jean-Jacques Rosa, Professeur émérite à l'Institut d'Études Politiques de Paris
Philippe Villin, Conseiller stratégique et financier, ancien Directeur du Figaro

Article paru dans Les Echos
17 août 2011

« Les marchés » n'ourdissent aucun complot contre les banques, les entreprises et les États emprunteurs, qui viserait à faire intentionnellement baisser les cours. Face à la montée des risques de défaut, les investisseurs sonnent tout simplement le tocsin. Ils tentent, chacun pour soi car trop nombreux pour se concerter, de sauver leurs mises en vendant, car ils craignent une chute encore plus forte dans les prochaines semaines et les prochains mois. Ils peuvent se tromper, car la prévision est toujours un exercice difficile. Mais sachant qu'ils ont un intérêt direct à deviner juste, il vaut mieux prendre au sérieux leur diagnostic alarmiste que de le prétendre a priori sans fondement.

Ils doutent de la solvabilité des États européens, non plus seulement du « Sud », mais aussi désormais du « Centre ». Si le défaut, ne serait-ce que partiel, se confirme sur certaines dettes souveraines, alors le risque pour les banques de la zone euro devient grave et c'est toute l'économie qui risque le collapsus, comme nous l'avons frôlé en 2008.

Que proposent les gouvernements concernés face à ce risque redoutable et croissant ? La BCE est incitée à racheter des obligations publiques d'Europe du Sud, incluant désormais celles de l'Italie et de l'Espagne, ce qui présente l'avantage d'injecter des liquidités dans l'économie mais l'inconvénient de créer un risque de bilan. On propose dans le même temps d'augmenter les prêts du FESF, ce qui fournit certes des moyens supplémentaires à ces gouvernements et leur donne un peu plus de temps pour tenter de rétablir leurs finances, mais cela alourdit encore leur ratio dette/PIB, ce qui aggrave leur problème à terme. Simultanément, on veut généraliser et intensifier les politiques d'austérité, non plus seulement pour les PIIGS, mais aussi pour la France, ce qui constitue dans les circonstances de la crise actuelle un total contresens : une politique déflationniste appliquée à des pays qui courent à la récession.

Quant à l'émission envisagée d'« eurobonds » l'idée est pour le moins farfelue : cela revient à dire que l'Allemagne va s'endetter pour financer à court terme les pays les plus atteints, car sinon que peut valoir une obligation émise par un quarteron de pays en faillite ou quasi faillite destinée à ... obtenir des fonds pour les sauver de la faillite ?

En dernier lieu l'idée, émise par Jean-Claude Trichet, de désigner un Ministre européen des finances, chargé de dicter aux autres pays la loi des prêteurs, est aussi irréaliste

qu'inacceptable : elle incarne la démarche d'un fédéralisme furtif, antidémocratique, qui maximisera l'indignation dans les pays concernés, et conduira très certainement à d'acrimonieux conflits politiques.

La seule mesure qui peut éviter le pire, parce qu'elle s'attaquerait au facteur majeur d'aggravation de la conjoncture européenne dans un contexte de surendettement des gouvernements et des banques, c'est une dépréciation massive et rapide de l'euro, très surévalué depuis 2003. En rétablissant la compétitivité dans toutes les économies de la zone, y compris l'économie allemande, elle ouvrirait une perspective de croissance qui, seule, peut réduire le ratio dette/PIB, et donc rétablir la solvabilité, en contrant la spirale de récession qui nous menace. Une telle mesure peut prendre effet presque immédiatement, puisqu'une baisse des taux d'intérêt de la BCE au voisinage de zéro aurait un impact direct sur les flux internationaux de capitaux et donc sur la valeur de l'euro.

L'Allemagne, fidèle à sa tradition d'extrême conservatisme, s'y opposerait sans doute. Mais son économie en bénéficierait, comme les autres, et il est probable que la plupart des membres actuels de la zone, qui ont souffert de l'euro cher depuis des années, seraient déterminés à faire pression sur le seul pays qui en a bénéficié, au détriment de ses voisins. Et s'il faut que le conflit éclate, eh bien il faut l'accepter ... ou se résigner à un pire qui s'accélère, de « solution » en « solution ».

Il faudra néanmoins une dévaluation spécifique supplémentaire pour les pays d'Europe du Sud dont l'économie a perdu toute possibilité de compétitivité, ce qui nous amène au démontage inéluctable de l'euro. Il y a peu de chances qu'il puisse se faire de façon consensuelle, et il va demander un peu de temps. Il est probable aussi qu'un « euro-mark » puisse survivre, car la zone mark a une réalité antérieure même à l'euro. Mais cela représente LE risque majeur pour la France : nous enfermer dans une monnaie allemande encore plus forte qui coulerait pour longtemps notre économie. Il faudra donc que la France saisisse la chance de la dépréciation de l'euro pour se retirer de cette bombe à retardement économique.

Les économies de l'Europe du Sud devront aussi faire défaut sur leurs obligations, dans des proportions variables selon les pays, pour compenser la majoration de leur dette extérieure en euros, consécutive aux dévaluations spécifiques de leurs nouvelles monnaies. Ce défaut devra être largement supporté par les créanciers bancaires inconséquents qui ont engrangé des gains considérables en profitant du refinancement à bon compte par la BCE des obligations à haut risque et à haut rendement des pays du Sud, tout en comptant être protégées de tout risque de perte par les pouvoirs publics parce qu'elles sont « *too big to fail* ». C'est malheureusement la conclusion logique qu'elles pouvaient tirer de leur sauvetage dans des conditions défavorables aux contribuables en 2008.

Il faudra, malheureusement aussi, leur sauver une deuxième fois la mise pour éviter des effondrements sous les créances toxiques, qui entraîneraient tout le reste de l'économie dans leur sillage. Mais il faudra les soumettre, une fois rétablies, à des remboursements assortis d'intérêts de pénalité et à des impositions exceptionnelles. Il conviendra surtout de restructurer enfin le système, en interdisant à l'avenir le mélange de gestion de dépôts et

d'activités de placement risquées pour leur propre compte, qui a caractérisé le développement de leurs activités hors de tout contrôle dans les dernières années, en un recours massif à des leviers excessifs qui ont imposé subrepticement des risques inacceptables aux contribuables.

Nous sommes aujourd'hui à la croisée des chemins. La voie d'un fédéralisme technocratique aggravé est impraticable et conduit au chaos économique par surfiscalisation et révolte politique. La pratique actuelle de la concertation intergouvernementale conduit à augmenter l'ensemble des dettes de la zone et à la surenchère dans l'austérité pour maintenir la chape de plomb de la surévaluation du change. La seule possibilité réaliste consiste à appliquer la solution classique de relance par la dévaluation. Elle conduit directement à son tour au démontage de l'euro, qui, par son principe même, a joué le rôle d'amplificateur démesuré de la crise financière. Nous ne pouvons pas faire l'économie de cette réorientation politique, ou la glissade va continuer vers un collapsus général qui pourrait aller beaucoup plus loin et beaucoup plus vite qu'on ne le croit encore aujourd'hui.