

Dévaluation interne ou dévaluation externe ?

Par Gérard LAFAY

Professeur émérite à l'Université Panthéon-Assas Paris II

Le choix entre une dévaluation interne et une dévaluation externe se pose lorsqu'une économie, subissant un niveau trop élevé de ses prix relatifs vis-à-vis de ses concurrents, voit sa balance commerciale se dégrader, cependant que les investissements productifs des entreprises sont ralentis, celles-ci ayant tendance à délocaliser à l'étranger une partie excessive de leur production. On se trouve alors en présence d'un cas typique de surévaluation. Telle est malheureusement, aujourd'hui, la position d'une majorité des pays de la zone euro. Il convient par conséquent de s'interroger d'abord sur les causes de cette situation, avant d'examiner les conséquences des deux options possibles.

1) La surévaluation de la majorité des pays de la zone euro

Pour une économie, une **surévaluation** signifie que le niveau relatif de ses prix, c'est-à-dire son taux de change réel, est devenu trop élevé pour assurer l'équilibre de sa balance des paiements tout en permettant une croissance satisfaisante de sa production. Relativement à ses partenaires, et compte tenu de son niveau de développement et des caractéristiques de son appareil productif, le niveau moyen des prix du pays concerné dégrade sa balance extérieure et/ou engendre une montée du chômage intérieur. En régime de changes fixes, le taux de change réel ne dépend que de la variation relative des prix intérieurs, alors qu'en régime de changes flottants, il doit tenir compte également de la variation relative du taux de change nominal.

Le Tableau 1 fournit les chiffres clés des douze principaux pays de la zone euro, la Belgique et le Luxembourg étant regroupés dans l'UEBL. Contrairement à ce qui est souvent dit, le plus grave n'est pas le taux de leur endettement public rapporté au Produit Intérieur Brut. En 2012, la plupart des pays de la zone avaient une dette publique brute comprise entre 75 % et 120 % du PIB correspondant, comparable à celle des États-Unis (110 %), et bien inférieure à celle du Japon (214 %). Les seules exceptions notables étaient d'un côté la Finlande (moins de 54 %), de l'autre la Grèce (près de 180 %).

La principale question, due à l'existence même de l'euro, est celle de la dette extérieure nette de chacune des nations. À cet égard, la première ligne du tableau 1 est éloquente. Les chiffres positifs, ceux de l'endettement, prédominent parmi les pays de la zone euro. Ils vont de 140,7 % du PIB, pour la Grèce, à 33,8 % pour la France. À un degré moindre, ils restent encore positifs pour la Finlande (15,5 %) et l'Autriche (3,9 %). En revanche, sont créanciers nets les seuls pays dont le solde net apparaît en chiffre négatif, les Pays-Bas (-31,4 %), l'UEBL (-37,4 %), et surtout l'Allemagne (-46,0 %).

Une telle situation reflète la profonde divergence qui est apparue lorsque l'on compare les positions des grands pays avant la création de l'euro, de 1989 à 1998, et après celle-ci, de 1999 à 2008. En taux annuel moyen, la deuxième ligne du tableau 1 indique que les performances à l'exportation, c'est-à-

dire l'écart entre l'évolution observée et la croissance des marchés, étaient d'abord positives pour l'Espagne (+3,0 %) et la France (+0,6 %), nulles pour l'Italie, négatives pour l'Allemagne (-1,6 %), handicapée par les conséquences de la réunification. La troisième ligne marque ainsi l'inversion des tendances après la création de l'euro : tandis que l'Allemagne gagne désormais 1 % par an, l'Espagne en perd 1 %, la France 2,8 % et l'Italie 4,4 %.

Même phénomène lorsque l'on observe la variation du taux de couverture des importations par les exportations pour les échanges à l'intérieur de la zone. Depuis 1988, avant la création de l'euro, la quatrième ligne montre que l'Italie avait gagné 10,2 % et la France 11,2%, cependant que l'Allemagne en perdait 20 %. Après la création de l'euro, la cinquième ligne indique qu'elle en regagne au contraire 18 %, alors que l'Italie recule de 7,5 % et la France de 9,9 %.

Tableau 1 : Chiffres clés pour les principaux pays de la zone euro

Pays	Grèce	Portugal	Espagne	Irlande	Italie	France	Finlande	Autriche	Pays-Bas	UEBL	Allemagne
Dettes extérieures nettes 2012 (en % du PIB)	140,7	101,8	81,5	67,7	39,1	33,8	15,5	3,9	-31,4	-37,4	-46,0
Performances à l'exportation											
(avant l'euro, tx annuel moyen % 89-98)			3,0		0,0	0,6					-1,6
(après l'euro, tx annuel moyen % 99-08)			-1,0		-4,4	-2,8					1,0
Variation tx couverture dans zone euro											
(avant l'euro, en % de 88 à 98)					10,2	11,2					-20,0
(après l'euro, en % de 98 à 08)					-7,5	-9,9					18,0
Tx de croissance du coût salarial unitaire											
(en % de 1999 à 2008)	32	29	35	37	28	19	16	6	23	20	0
(en % de 1998 à 2010)			34,3		30,0	25,9					2,5
Taux de chômage 2012 (en %)	23,6	15,5	25,0	14,8	10,6	9,9	7,7	4,4	5,2	7,2	5,3

Sources : pour la ligne 1, G.Lafay (calcul à partir du FMI, de l'OCDE et de la banque de données CHELEM)
pour les lignes 2 à 7, J.P. Vesperini, *L'euro*, Dalloz, 2013 (à partir de données de l'OCDE)
pour la ligne 8, Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2012

Trois facteurs expliquent de tels changements. C'est d'abord le fait que les rythmes d'inflation des pays, qui avaient très temporairement été contraints pour permettre le passage à l'euro, ont retrouvé leurs divergences structurelles de comportement, caractérisant chacune des économies. Ce phénomène apparaît clairement sur la sixième ligne du tableau, indiquant les taux de croissance disparates des coûts salariaux unitaires. Dans les pays d'Europe du Sud, ainsi qu'en Irlande, ces taux se sont élevés autour de 30% entre 1999 et 2008 ; en France, aux Pays-Bas et en UEBL, autour de 20 % ; des chiffres plus faibles n'ont été observés qu'en Finlande (16 %) et surtout en Autriche (6 %). Mais l'Allemagne constitue un cas particulier puisque l'évolution du coût salarial unitaire y a été nulle jusqu'à cette date. Si l'on poursuit l'analyse jusqu'en 2010, sur la septième ligne, l'augmentation y est restée limitée à 2,5 %, contre 25,9% pour la France.

Visiblement, la Banque Centrale Européenne a échoué dans sa tentative d'instituer un rythme uniforme d'inflation entre tous les pays de la zone euro, alors que les comportements restaient structurellement divergents. En outre, l'existence même de la monnaie unique a accentué les divergences dans la mesure où, pendant longtemps, tous les pays ont bénéficié d'un même taux d'intérêt nominal pour leurs emprunts, l'existence de l'euro paraissant irréversible. Pour des rythmes d'inflation supérieurs à ce taux, les pays les plus inflationnistes ont, *ipso facto*, obtenu des taux

d'intérêt réels négatifs. Ce mécanisme a alimenté de graves bulles spéculatives, immobilière en Espagne, financière en Irlande.

Le deuxième facteur tient à la politique singulière de l'Allemagne, principale puissance industrielle du vieux continent. Le gouvernement de Gerhard Schröder voulut, à juste titre, corriger la dégradation observée dans les années 1990, consécutive à l'effort de réunification, et il lança un "Agenda 2010". Malencontreusement, il est allé trop loin dans cette voie. Alors que l'économie allemande était appelée à jouer un rôle positif d'entraînement dans l'ensemble de la zone euro, il s'est lancé dans une politique de quasi-stagnation salariale. Cette pratique, de type mercantiliste, faisait reposer l'essentiel de la croissance allemande sur l'excédent commercial, obtenu pour une bonne part au détriment de ses partenaires de la zone euro, et non pas sur sa demande intérieure. De la sorte, le gouvernement allemand est devenu le principal responsable de l'échec de la monnaie unique européenne, devenu patent aujourd'hui.

À l'intérieur de l'Europe, chaque peuple a ses qualités et ses défauts. On reconnaît aisément que les Allemands sont disciplinés et travailleurs, que leur main d'œuvre est bien formée, et que l'industrie y est bien organisée. Mais d'autres peuples européens, plus critiques, sont aussi plus créateurs et plus inventifs, et ce serait une grave erreur que de vouloir aligner toute l'Europe sur un seul modèle. Or il est frappant d'observer qu'en France, une certaine élite est, de longue date, fascinée de façon morbide par le modèle allemand. Il est inutile d'insister sur le fait que ceci nous rappelle fâcheusement les heures les plus noires de notre Histoire.

Le troisième facteur réside dans l'évolution du taux de change de l'euro vis-à-vis du reste du monde, caractérisée par sa variation par rapport au dollar des États-Unis. Partant, lors de sa création au 1^{er} janvier 1999, d'un taux voisin de 1,18 \$, l'euro a d'abord bénéficié, dans une première phase, d'une remontée de la monnaie américaine. Il est ainsi tombé au plus bas à 0,8252 \$ le 26 octobre 2000. Nous nous étions alors réjouis d'une telle situation¹, le taux de croissance de la zone s'étant élevé à 3,9 % sans que l'on enregistre une quelconque dérive inflationniste. C'était l'époque où, en France, le gouvernement Jospin croyait y voir l'effet de sa politique et s'était lancé dans des initiatives hasardeuses telles que les 35 heures.

La baisse de l'euro en termes réels a été très bénéfique pour la croissance des économies européennes². Contrairement aux idées reçues, son effet ne s'est pas exercé par le commerce extérieur, puisque l'excédent commercial de la zone a reculé de 149,8 à 52,7 milliards de dollars entre 1997 et 2000. Plus simplement, c'est la baisse du coût relatif des productions européennes qui a joué sur la demande intérieure de ces économies, selon l'effet désormais habituel de la mondialisation³. Toutefois, une telle baisse de l'euro était contraire aux intentions de la Banque

¹ Gérard Lafay, "Stabiliser l'euro à 0,85 dollar", *Les Échos*, 19 septembre 2000.

² Gérard Lafay, "Le fonctionnement de la zone euro : un cycle pour rien, 53^{ème} Congrès de l'AIELF, Athènes, 26-28 mai 2003.

³ Gérard Lafay, *Comprendre la mondialisation*, Economie-Poche, Economica, Paris, 4^{ème} édition en octobre 2002.

Centrale Européenne, qui souhaitait une "monnaie forte" sur le plan externe afin de construire une prétendue "crédibilité" face au dollar.

Les hausses successives de taux d'intérêt de la BCE s'expliquent alors par sa politique désastreuse visant à enrayer la chute de l'euro, à une époque où la Réserve fédérale américaine avait ses propres raisons d'élever les taux américains. Entre l'automne 1999 et l'automne 2000, la BCE a donc monté à sept reprises ses taux d'intérêt directeurs, portant le principal d'entre eux à 4,75%. Depuis le printemps 2001, les taux d'intérêt européens à court terme ont fini par repasser au-dessus des taux américains, qu'ils suivent désormais avec retard dans le sens de la baisse. Cette pratique a été aggravée, à partir de 2003, par le remplacement de Wim Duisenberg par Jean-Claude Trichet à la tête de la BCE. De la sorte, le taux de change réel de l'euro est devenu chroniquement surévalué. En 2012, le niveau moyen des prix de l'ensemble de la zone est ainsi supérieur de 26 % à celui de l'ensemble du monde, après avoir été jusqu'à 42 % en 2009.

2) La dévaluation interne par la déflation

Pour le fonctionnement intérieur des économies nationales, le taux de chômage, figurant sur la dernière ligne du tableau 1, manifeste l'effet des surévaluations. Le taux de chômage de 2012 est en effet compris entre 15 % et 25 % dans les pays d'Europe du Sud, de l'ordre de 10 % en Italie et en France. En revanche, il demeure inférieur à ce seuil dans les autres pays de l'échantillon. Quelle est alors la réaction des autorités européennes ? Pour ceux pour lesquels la construction de l'euro avait été conçue comme le premier étage d'un système fédéral, la solution la plus logique aurait été d'élaborer une "Europe de transferts". C'est la transposition, au niveau de l'ensemble de l'Europe, du mécanisme de péréquation budgétaire que l'on observe habituellement à l'intérieur de chacune des nations. Pour manifester la solidarité entre les concitoyens, des transferts de revenus sont ainsi opérés des régions riches vers les régions pauvres, cependant que les impôts sont davantage perçus dans les premières que dans les secondes.

Toutefois, ce mécanisme ne peut pas fonctionner avec une ampleur suffisante à l'échelle européenne, où il n'est appliqué qu'à une dose homéopathique. Pourquoi ? Tout simplement parce que l'Europe d'aujourd'hui est loin d'être une nation acceptant ce type de solidarité. Le pays le plus riche, l'Allemagne de l'Ouest (RFA), a consenti de gros sacrifices tout au long des années 1990, pour mettre à niveau ses compatriotes de l'ancienne Allemagne de l'Est (RDA). Aucun gouvernement allemand, quel qu'il soit, n'envisage de rééditer une opération comparable en faveur de ceux que beaucoup qualifient péjorativement de "PIGS" (Portugal, Italie, Grèce, Espagne). Si jamais il l'envisageait, par fanatisme idéologique, son peuple le refuserait.

Sachant cela, les autorités européennes veulent alors appliquer un mécanisme de **déflation**, c'est-à-dire de baisse simultanée des prix et des salaires, dans l'espoir illusoire d'obtenir un rétablissement de la compétitivité dans les pays souffrant d'une grave surévaluation. Elles veulent en effet sauvegarder l'euro, considéré comme un symbole intangible de la construction européenne. Cette conviction tourne au fanatisme, les opposants à l'euro étant traités comme des "hérétiques". En fait, ce sont eux les vrais européens, car ils sont les seuls soucieux de l'avenir d'un continent qui s'enfonce tout entier dans le déclin économique, démographique et politique.

On oublie délibérément, de la sorte, les expériences historiques de l'entre-deux-guerres. Le Royaume-Uni avait été la puissance dominante durant la première moitié du XIX^{ème} siècle, et il l'était resté pendant l'époque victorienne et l'apogée de l'Empire britannique. Il commençait cependant à être rattrapé par les États-Unis, avant que ceux-ci ne le dépassent irrésistiblement à la faveur de la première guerre mondiale. L'inflation connue par le Royaume-Uni pendant le conflit avait décroché la Livre Sterling de l'étalon or. Gardant la nostalgie d'un passé glorieux, le Chancelier de l'Échiquier, Winston Churchill, voulut à toute force en 1924 rétablir la parité ancienne entre la monnaie britannique et le métal précieux, par une politique drastique de déflation. Le résultat fut catastrophique et l'industrie anglaise ne s'en est jamais relevée. Il fallut la politique courageuse de l'Homme d'État, pendant la seconde guerre mondiale, pour qu'il puisse trouver sa réhabilitation.

Autre expérience instructive, celle de Pierre Laval pour la France en 1935. En l'occurrence, ce personnage n'a aucun rapport avec l'illustre britannique. Politicien pacifiste, d'origine socialiste, il devait sombrer pendant l'occupation allemande dans la collaboration la plus abjecte, comme ce fut d'ailleurs le cas d'un grand nombre de pacifistes d'avant-guerre⁴. Mais sur le plan économique, il commit la même erreur que Churchill, celle de la rigueur extrême. Au lieu de sortir de la crise des années 1930, la France s'y enfonça, ouvrant la voie au Front Populaire. Or l'Allemagne prenait le chemin inverse. Le Ministre des Finances du Troisième Reich, Hjalmar Schacht, mena une politique hétérodoxe qui aboutit à casser le chômage, engendrant la popularité du *führer* Adolf Hitler.

Quelles sont les leçons que l'on devrait tirer des expériences de déflation ? Leur seul aspect positif est de redresser la compétitivité des entreprises. En revanche, généralement, les prix baissent beaucoup moins que les salaires, de sorte que le pouvoir d'achat diminue. Une déflation a donc pour effet de réduire fortement la consommation privée, conduisant à abaisser la croissance économique et à élever encore le chômage. Toutes les expériences historiques le montrent amplement. Ces conséquences négatives sont encore aggravées dans un contexte d'austérité budgétaire, *a fortiori* quand tous les pays voisins pratiquent la même politique. La politique des autorités européennes est d'autant plus absurde que les écarts de compétitivité, qui se sont creusés entre les pays européens (20 % à 30 %), exigent des baisses de salaires de même ampleur. Or c'est ce type de remède, une véritable saignée, que la Commission européenne applique déjà à la Grèce, et qu'elle veut étendre maintenant au Portugal, à l'Espagne et à l'Italie.

En France, le Président François Hollande, comme son prédécesseur Nicolas Sarkozy, est conscient du grave handicap de compétitivité que subit l'économie. Mais, de même que lui, il s'accroche coûte que coûte au maintien dans l'euro. Il y est poussé tant par conviction idéologique que parce que de puissants intérêts financiers le persuadent de poursuivre dans cette voie, alors qu'elle est suicidaire, pour lui comme pour notre pays. Pour tenter de redresser la compétitivité de l'industrie française, le gouvernement de Jean-Marc Ayrault a présenté un ensemble de mesures, partiellement inspiré par le rapport que venait de lui remettre Louis Gallois. Sur la compétitivité structurelle, ce pacte comporte des éléments positifs afin de rattraper le retard de la France.

⁴ Simon Epstein, *Un paradoxe français, antiracistes dans la Collaboration, antisémites dans la Résistance*, Albin Michel, Paris, 2008.

Qu'en est-il sur les propositions à court terme, dont l'urgence n'est plus à démontrer ? La question centrale est ici celle du coût du travail vis-à-vis de l'étranger. Le rapport Gallois préconisait une baisse en un an des charges sociales, jusqu'à 3,5 SMIC, pour un coût de 30 milliards d'euros, compensée par des augmentations de divers impôts (TVA, CSG, fiscalité immobilière, financière et écologique), ainsi que par des baisses de dépenses publiques. Le pacte Ayrault a retenu un autre dispositif. Il s'agit maintenant d'un mécanisme complexe de crédit d'impôt, calculé sur la masse salariale jusqu'à 2,5 SMIC, dont le coût n'apparaîtrait qu'en 2014 pour 10 milliards d'euros, avant d'atteindre 20 milliards en 2016.

Ce crédit d'impôt va s'appliquer à tous les secteurs d'activité. Or c'est essentiellement l'industrie qui a vu ses marges baisser, de 35 % à 21 % dans la dernière décennie, tandis que les marges se sont maintenues dans les autres secteurs. L'industrie française a été prise en étau par la concurrence internationale avec la montée de l'euro, coïncidant avec le maintien des 35 heures et des hausses de salaires. Un coût salarial excessif vis-à-vis de l'étranger a ainsi étranglé ses marges tout en dégradant ses positions extérieures. En fait, l'ampleur du dispositif paraît dérisoire pour redresser à court terme la compétitivité de l'industrie française. Celle-ci a besoin très rapidement d'une baisse de coût salarial de l'ordre de 20 % vis-à-vis de l'Allemagne et des pays émergents, c'est-à-dire au moins trois fois plus élevée que ce que pourrait produire en 2016 le dispositif Ayrault.

La déflation salariale, déjà pratiquée dans des pays d'Europe du Sud tels que la Grèce, serait sans doute susceptible de redresser la compétitivité. Mais toutes les expériences historiques montrent que ce serait au prix d'une aggravation indéfinie de la récession et de la montée du chômage. En revanche, la dévaluation monétaire peut marcher si elle s'accompagne d'une lutte énergique contre l'inflation, comme l'ont montré les expériences positives de la France en 1958 (général de Gaulle) puis en 1969 (Georges Pompidou). Elle n'entraîne alors qu'une baisse limitée de pouvoir d'achat (une seule fois 3 %), vite rattrapée les années suivantes. Mais elle suppose un démontage concerté de l'euro, compte tenu des déséquilibres apparus depuis dix ans. Qu'on le veuille ou non, c'est pourtant la seule option qui nous est maintenant offerte.

3) La dévaluation externe par le démontage de l'euro

Pour la France, comme pour la majorité des pays de la zone euro, la seule solution raisonnable, aujourd'hui, est un démontage concerté de la monnaie unique européenne. Elle a été préconisée en France, fin 2011, par un collectif de douze économistes⁵. Dans le prolongement de cet article, des économistes allemands et français, réunis à Düsseldorf, ont lancé un appel le 27 avril 2012, demandant à leurs gouvernements respectifs de convenir et de proposer aux autres États membres de l'Union européenne cette solution. Il s'agit de mettre fin à l'expérience de la monnaie unique et, à cet effet, de prendre sans délai les mesures suivantes :

- remplacer l'euro par de nouvelles monnaies nationales disposant de l'ensemble de leurs prérogatives dans chacun des États, sachant que certains pays pourront passer des accords bilatéraux ou multilatéraux pour mettre en commun leur monnaie ;

⁵ "Pour un démontage concerté de l'euro" (article d'un collectif de douze économistes, paru dans *Le Monde*, 24 au 26/12/11)

- créer un nouveau système monétaire européen, comportant une unité de compte européenne, égale à la moyenne pondérée des unités monétaires nationales ;
- afficher d'emblée les parités souhaitables des monnaies nationales vis-à-vis de cette unité de compte européenne, calculées de façon à limiter la spéculation, restaurer la compétitivité de tous les États, assurer des échanges équilibrés entre eux et résorber du chômage ;
- veiller, en s'appuyant sur un Institut monétaire européen, à ce que les taux de change réels des monnaies nationales soient ensuite stabilisés, à l'intérieur d'une marge de fluctuation à déterminer ;
- convertir dans chaque pays l'ensemble des prix et salaires intérieurs ainsi que les avoirs bancaires sur la base de un euro pour chaque unité de monnaie nationale ;
- convertir, selon la même règle, les dettes publiques de tous les pays de l'euro en leur nouvelle monnaie nationale ;
- convertir les créances et dettes privées internationales dans l'unité de compte européenne.

Pour examiner les effets probables de tels réajustements monétaires, les résultats d'un modèle élaboré dans le cadre de l'Institut POMONE⁶ ont été présentés, à Paris, lors d'un Colloque franco-allemand le 8 avril 2013. Le calcul des effets des changements de parité monétaire est opéré pour les douze premières économies de la zone euro : Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique et Luxembourg (regroupés dans l'UEBL), Autriche, Grèce, Portugal, Finlande et Irlande. Une estimation est faite sur l'impact des cinq autres pays de la zone (Slovaquie, Slovaquie, Estonie, Chypre et Malte), qui en représentent au total à peine 2%.

Le commerce international, pris en compte ici, concerne l'ensemble des biens et des services. Pour chaque pays, on distingue deux groupes de partenaires, soit celui des autres pays de la zone euro, soit le Reste Du Monde (RDM). Pour simplifier, on applique à l'ensemble des biens et services la même clé de ventilation géographique que celle disponible pour les seuls biens, qu'il s'agisse des exportations, des importations ou du total des deux flux. Les taux de change nominaux font l'objet de deux séries d'hypothèses. On considère d'un côté la variation de chaque pays par rapport à l'unité de compte, moyenne de la zone euro, les hypothèses étant faites de façon à annuler cette moyenne vis-à-vis du reste du monde (la base de pondération étant le total de ses exportations et de ses importations). De l'autre côté, on fait l'hypothèse de la variation de l'unité de compte vis-à-vis du Reste Du Monde, qui se combine alors avec la variation propre à chaque pays.

Pour chacun des pays, la variation moyenne de son taux de change est calculée en prenant la moyenne pondérée des deux séries d'hypothèses vues ci-dessus, la pondération étant calculée sur ses échanges totaux. La variation du taux de change a d'abord un effet direct sur les exportations et les importations. En volume, cet effet dépend de la variation moyenne de son taux de change réel, en appliquant des élasticités qui sont supposées identiques vis-à-vis des deux groupes de partenaires. Pour l'instant, on utilise ici les chiffres présentés par Patrick Artus⁷.

⁶ Pour une Organisation MOnétaire Nouvelle en Europe.

⁷ *Flash Economie, NATIXIS*, n° 67, 25 janvier 2011. Contrairement au titre de ce bulletin, ces élasticités donnent en définitive un impact favorable pour les pays de la zone euro.

Le calcul de la variation du taux de change réel est fait en corrigeant la variation moyenne du taux de change nominal par son incidence sur l'évolution des prix intérieurs. Toute dépréciation nominale d'une monnaie engendre, en effet, un dérapage des prix intérieurs, compte tenu de la part que les importations totales représentent dans le Produit Intérieur Brut du pays (l'effet inverse se manifeste en cas d'appréciation). À cet égard, on part de la variation moyenne du taux de change nominal, en lui appliquant une élasticité appropriée (pour l'instant, on utilise également ici les chiffres présentés par Patrick Artus). On tient compte alors de la part des importations dans le PIB, en excluant *a priori* toute dérive inflationniste dans les pays dont la monnaie est appelée à se déprécier, ce qui suppose une politique économique rigoureuse (on sait que ce fut la raison du succès des dévaluations françaises de 1958 et de 1969).

Pour chaque pays, la variation en volume du Produit Intérieur Brut résulte d'abord de la variation, en volume, de son solde commercial, égal à la différence entre ses exportations et ses importations. Mais cette variation de la croissance du PIB se répercute, à son tour, sur ses échanges commerciaux, ce qui engendre un processus itératif. Pour simplifier, on suppose que les importations de chaque pays varient proportionnellement à son PIB en volume. Pour les exportations, on suppose que celles vers la zone euro varient proportionnellement au PIB en volume de cette zone (en excluant le pays lui-même). Quant aux exportations vers le Reste Du Monde, on suppose qu'elles restent inchangées (on néglige ici l'impact de la zone euro sur l'évolution de celui-ci).

Deux autres effets sur l'investissement sont ensuite pris en considération. Il s'agit d'abord du fait que dans chaque pays, en raison de la mondialisation, l'investissement productif varie en sens inverse de son taux de change réel, selon un paramètre que l'on peut calculer⁸. Il s'agit ensuite du fait qu'il est également fonction de la dynamique de croissance du PIB⁹, suivant l'écart vis-à-vis du point de départ. On tient compte alors de l'effet multiplicateur des revenus induits, qui s'applique aux variations du solde commercial comme aux deux variations de l'investissement productif. De façon provisoire, en attendant des calculs plus précis, on applique ici un multiplicateur forfaitaire, fonction de la fuite à l'importation (il est égal à 2 moins la part des importations dans le PIB). Ces deux effets s'appliquent au PIB initial.

Enfin, on tient compte du fait que la consommation privée de chaque pays varie en sens inverse de l'évolution de ses prix intérieurs : toute dépréciation nominale de la monnaie engendre ainsi, toutes choses égales par ailleurs, un appauvrissement temporaire de son pouvoir d'achat (l'effet inverse se manifeste en cas d'appréciation). On suppose également que l'accroissement du PIB, en cas de dépréciation de la monnaie, ne crée pas de tensions sur les capacités de production, ce qui est le cas dans les pays qui souffrent actuellement d'un chômage massif. Cet effet sur la consommation s'applique à chacune des itérations. Enfin, afin de ne conserver que l'effet induit par les seuls

⁸ Le chiffreage a été établi dans une étude économétrique, faite dans la thèse de Benjamin de Prost, *Les deux formes d'IDE et l'investissement productif : l'impact du taux de change réel*, Université Panthéon-Assas Paris II, décembre 2012. Les données, traitées en panel, ne portent actuellement que sur un échantillon de pays de l'OCDE.

⁹ Analyse tirée de Jacques Sapir, en prenant un paramètre forfaitaire de 2 pour l'ensemble des pays.

changements de parité monétaire, on n'introduit aucun changement de la politique budgétaire, ni pour les dépenses publiques, ni pour la fiscalité.

Toutes les variations des variables affectent alors le PIB de chaque pays, selon un processus itératif. Une convergence est observée, plus lente pour les pays les plus ouverts aux échanges. Sans attendre une convergence totale, le calcul est arrêté après la septième itération, en interpolant les résultats obtenus au cours des deux dernières itérations.

Pour faire face au problème posé, il est souhaitable que le réajustement des taux de change corresponde à l'hypothèse présentée dans le tableau 2. Précédemment, dans le tableau 1, les pays avaient été classés, de façon décroissante, selon leur taux de dette par rapport au PIB correspondant. Afin de réduire les niveaux actuels d'endettement extérieur net, il convient donc de diminuer dans le même ordre les déficits commerciaux. Pour les pays endettés, le solde commercial s'améliore de façon spectaculaire : vis-à-vis du Produit Intérieur Brut, le gain de compétitivité va même jusqu'à plus de 14 % dans le cas de la Grèce, au bout d'une période que l'on peut estimer à environ dix-huit mois. Relativement à l'endettement extérieur net de chacun des pays, ceci représente une diminution significative, comprise entre 7 % et 10 %, susceptible de se renouveler au cours des périodes suivantes si le gain de compétitivité est conservé. En même temps, la dépréciation du taux de change engendre une progression du PIB en volume, allant de 4,5 % pour la France à 16,3 % pour la Grèce, sans que leurs partenaires de la zone euro en pâtissent.

Un tel résultat est obtenu si l'ensemble de la zone se déprécie de 16 % par rapport au dollar. Le réajustement des taux de change s'opère simultanément à l'intérieur de l'actuelle zone euro. S'apprécie, par rapport à l'unité de compte, le futur deutsche mark (+16 %), suivi par la monnaie néerlandaise, la monnaie belge et la monnaie luxembourgeoise (+10 %), puis par la monnaie finlandaise et la monnaie autrichienne (+5 %). En sens inverse se déprécie le futur franc français et la monnaie irlandaise (-5 %), suivis par la monnaie italienne (-20 %), la monnaie espagnole et la monnaie portugaise (-32 %), et enfin par la monnaie grecque (-45 %).

Tableau 2 : Résultats d'un réajustement monétaire

Pays	Zone	Grèce	Portugal	Espagne	Irlande	Italie	France	Finlande	Autriche	Pays-Bas	UEBL	Allemagne
Taux de change nominal / RDM (%)	-16											
/ Zone euro (%)		-45	-32	-32	-5	-20	-5	5	5	10	10	16
Variation des prix PIB (%)		8,2	16,1	14,0	7,8	5,3	2,8	0,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,8
Variation du volume PIB (%)		16,3	6,2	8,3	4,8	4,8	4,5	2,5	1,7	0,8	0,4	0,0
Variation du solde commercial (en % du PIB)		14,2	8,3	7,4	4,6	3,2	2,4	1,0	0,8	0,5	0,3	-0,1
(en % de la dette extérieure nette)		10,1	8,2	9,0	6,8	8,2	7,1	6,8	n.s	n.s	n.s	n.s

Source : Calcul à partir du modèle POMONE

Il faut considérer que tous ces résultats doivent être obtenus au bout d'un an et demi, à la suite des changements de parité monétaire, et après une courte période d'effet pervers. Dans le cas souhaitable, celui présenté dans le tableau 2, les pertes éventuelles de pouvoir d'achat seront plus que compensées de façon rapide. Au cours des années suivantes, il est clair également que les conditions de fonctionnement de l'économie seront modifiées : dans les pays dont la monnaie se

sera dépréciée en termes réels, le redressement de l'investissement productif va élever le rythme de la croissance potentielle.

X

X X

La poursuite de la politique actuelle de déflation ne peut qu'aggraver le chômage. La solution alternative, celle d'une "Europe des transferts", ne sera acceptée par aucun pays du Nord du continent. Ni l'obstination des divers gouvernements et de la Commission de Bruxelles, ni les astuces techniques du nouveau Gouverneur de la BCE, Mario Draghi, ne pourront empêcher à brève échéance l'éclatement de l'euro. C'est pourquoi il va être inéluctable de recréer des monnaies nationales dans les pays membres de la zone. Mais cette opération, qui implique des dévaluations/dépréciations dans la plupart des pays, dont la France, devra être effectuée selon l'exemple que nous a donné Jacques Rueff en 1958. Sa réussite implique en effet une action ferme, opposée à tout laxisme et résistant aux pressions conservatrices de toutes sortes, appuyée par un pouvoir politique énergique.

X

X X

