



INSTITUT DES LIBERTÉS
LE MOMENT EST ARRIVÉ

Dossier sur l'euro

Raisons et conséquences d'une sortie

Introduction	
À propos	1
Mot du Président : la nécessaire disparition de l'euro	1
Résumé	3
Mise en perspective	
- Qu'est ce qu'une monnaie ?	4
- Qui a voulu l'euro et pourquoi ?	5
- Monnaie unique ou monnaie commune ?	6
Bilan économique	
- Une croissance faible, sans convergence, et à crédit	7
- Un Deutsche Mark pour des économies hétérogènes	11
- Déséquilibres et trappes à dette	16
Une crise insoluble	
- Austérité, déflation et les taux de change fixes dans l'Histoire	20
- L'impossibilité d'une fédéralisation	22
- Les autres fausses solutions	23
Conséquences d'une sortie	
- Le taux de change	24
- L'Inflation	25
- La croissance, l'emploi et le commerce	26
- La dette	27
- Qui paiera ?	29
Conclusion : la fin de l'euro c'est la renaissance de l'Europe	31
Références	32

À Propos

L'Institut des Libertés est un *think tank* libéral et indépendant. Fondé en 2012, il est engagé dans le renouveau de la pensée libérale, humaniste et morale, ainsi que la défense de l'État de droit et des libertés individuelles auprès des citoyens, des entreprises et des décideurs politiques.

Mot du Président : la nécessaire disparition de l'euro

Les Allemands, grands connaisseurs en la matière, ont coutume de dire qu'il vaut mieux "la fin de l'horreur qu'une horreur sans fin".

La thèse du dossier que nous présentons sur l'euro est qu'il est préférable que cette expérience contre nature s'arrête tant qu'il en est encore temps, avant que l'Euro n'ait détruit l'Europe.

L'Europe, c'est peut être la Paix, mais l'euro c'est certainement le retour des conflits et du Nationalisme .

Depuis la fin du siècle précédent, je n'ai cessé de dire que l'euro était un Frankenstein financier qui allait détruire l'Europe que j'aimais, c'est à dire celle de la diversité pour essayer de la remplacer par un monstre technocratique que les Peuples rejetteraient.

Mon premier livre, "Des Lions menés par des Anes" écrit en 2001, s'attachait à expliquer pourquoi l'échec de la monnaie commune était inévitable et pourquoi il allait amener à "*trop de maisons en Espagne, trop de*

fonctionnaires en France et trop d'usines en Allemagne".

Dans un grand nombre de conférences, j'ai comparé la construction de l'euro à celle de la ligne Maginot, censée nous protéger contre la domination Allemande avec le succès que chacun peut constater chaque jour.

A l'Institut des Libertés, nous avons donc décidé de consacrer un dossier à la façon dont nous pourrions sortir de ce piège mortel, pour contrer la propagande stupide qui consiste à dire "il est trop tard, on ne peut revenir en arrière" .

Bien sûr que l'on peut revenir en arrière, mais il est mieux de le faire à froid plutôt qu'à chaud. Une défaite n'a pas à se transformer en déroute.

Mais avant cela, il fallait expliquer une fois encore POURQUOI l'Euro ne pouvait pas marcher pour ensuite passer à la façon dont il allait falloir trancher le nœud gordien.

Dans notre démarche, il y a cependant deux écueils à éviter .

Le premier c'est de ne pas réussir à expliquer que nous sommes profondément Européens et que nous voulons que l'Euro disparaisse de façon ordonnée pour que cette merveille que représente la construction Européenne perdure.

Le second c'est d'être assimilé à ceux qui veulent mettre à mort l'Europe pour retourner à je ne sais quel Etatisme replié sur lui même. L'Euro, ils s'en foutent. Ce qu'ils veulent c'est revenir à un monde où l'Etat Français ne connaîtrait plus aucune contrainte.

Dieu nous en préserve.

In medio stat virtus disait Aristote.

L'Euro est une erreur qu'il nous faut corriger.

L'Europe est un acquis qu'il nous faut préserver.

Le but de ce dossier est donc de montrer que sortir de l'Euro non seulement n'est pas impossible, mais en plus ne coûterait pas tellement cher à notre pays ou au reste des pays Européens.

A dessein, nous publions ce dossier quelques semaines avant les élections Européennes pour que chacun puisse voter en connaissance de cause.

Si vous le trouvez intéressant, faites-le circuler, envoyez-le à vos amis, faites-le parvenir aux hommes politiques et aux journalistes que vous pourriez connaître.

C'est une démarche "citoyenne".

Il en va du futur de notre pays.



Charles Gave
Président de l'Institut des Libertés

Contributeurs

Emmanuelle Gave, *Directrice Exécutive*

egave@institutdeslibertés.org

Romain Metivet, *Délégué Général*

rmetivet@institutdeslibertés.org

- ▶ Regardons cette première réalité en face : l'euro est un **échec** et une **aberration économique** qui accentue les **déséquilibres** entre des économies nationales **hétérogènes** par nature.
- ▶ L'euro est une **monnaie sans nation**, ce qui historiquement n'est **pas viable**.
- ▶ Le "**saut fédéral**" européen est **politiquement impossible** et serait **économiquement inefficace**, tout comme le serait un changement des statuts et de la gouvernance de la Banque Centrale Européenne.
- ▶ Les **coûts économiques et sociaux** du maintien de l'euro ne peuvent que **croître**, et le seul pays capable de les assumer, l'Allemagne, ne semble pas être prêt à le faire. Ce maintien risque de plus en plus de porter **atteinte** aux **libertés et aux droits** des peuples européens.
- ▶ Contrairement au discours dominant, le retour à des monnaies nationale n'est **pas une catastrophe** économique car l'**augmentation** de la charge de la **dette** et de l'**inflation** serait **marginale** en France, conformément au droit.
- ▶ Une **dissolution ordonnée** de la zone euro est **préférable** à des sorties unilatérales qui engendreraient probablement de trop grandes perturbations monétaires et économiques.
- ▶ Un retour aux monnaies nationales serait le moyen pour les pays comme la France de **financer leur ajustement**, comme en témoignent les réussites canadiennes et suédoises des années 1990.
- ▶ La fin de la zone euro doit être considérée comme "un moindre mal" mais **en aucun cas dispenser** les états de faire les **réformes structurelles** nécessaires, notamment en ce qui concerne les **finances publiques** et la **compétitivité**.

Qu'est ce qu'une monnaie ?

La nécessité d'un intermédiaire pour régler les échanges entre les membres d'une société est apparue très tôt. Les limites du troc ont ainsi favorisé l'émergence de monnaies sous différentes formes : coquillages, métaux, épices, denrées etc.

La monnaie fiduciaire, incarnée par le billet et dont la valeur repose essentiellement sur la confiance des usagers, naît suite aux difficultés de circulation des monnaies métalliques : le développement croissant du commerce rend le transport d'or difficile et dangereux.

La valeur de la monnaie fiduciaire est d'abord garantie par les banques grâce à une convertibilité en métaux précieux ou en biens physiques, mais cela sera abandonné petit à petit, le plus souvent à des fins politiques. En effet de nombreux États ont vu en cette monnaie fiduciaire le moyen de financer leurs excès en "faisant tourner la planche à billet", ce qui détruit bien entendu sa valeur et engendra de graves crises. Les exemples les plus criants de telles dérives dans l'Histoire de France sont les assignats et le système de Law.

Si la convertibilité, notamment avec un système comme l'étalon-or, avait pour avantage d'empêcher l'État de s'accaparer la monnaie et d'en abuser, elle n'était cependant pas sans inconvénients. Les pressions déflationnistes, la politique de change fixe et une trop grande rigidité du système ont eu raison des accords de Bretton Woods et de la convertibilité en or du dollar en 1971.

La monnaie s'est ensuite progressivement dématérialisée pour devenir scripturale, les billets et les pièces laissant progressivement

la place aux chèques et transactions électroniques.

D'un point de vue philosophique, le débat entre Platon, qui définissait la monnaie comme une convention sociale, et Aristote, convaincu que la monnaie devait avoir une valeur intrinsèque, anime toujours les intellectuels et les économistes.

Quoi qu'il en soit, le consensus est que la monnaie doit remplir trois fonctions économiques :

- être un intermédiaire d'échange afin de les simplifier et de les fluidifier ;
- constituer une réserve de valeur pour permettre une consommation future ;
- servir d'unité de compte dans le but de mesurer des flux et des stocks.

Dans un système international, une monnaie est également associée à un taux d'intérêt et un taux de change. Ces deux "prix" sont les plus importants car ils conditionnent les décisions des acteurs économiques et les équilibres commerciaux.

L'euro a grandement faussé ces prix en créant des taux de change fixes entre économies hétérogènes et en permettant à des États ou des ménages de s'endetter à des coûts artificiellement bas.

D'un point de vue historique, la monnaie est apparue au fil des siècles comme un attribut de souveraineté et une prérogative régaliennne de l'État car elle représente une volonté de "vivre ensemble", un bien commun, un facteur d'unification ou même une condition de survie en cas de guerre.

Le premier franc fut d'ailleurs frappé au XIV^{ème} siècle afin de payer la rançon du Roi de France, capturé par les anglais. En tant que telle, la monnaie serait donc une des prérogatives que l'ensemble des citoyens serait prêt à déléguer à la nation dans son émanation au même titre par exemple que le monopole de la violence légale (i.e. armée, police).

Si la monnaie ne doit pas être au service du pouvoir politique, elle est cependant indissociable de la nation.

Cependant en tant que bien commun, la monnaie n'a pas la vocation à être capturée par des intérêts privés ou des serviteurs de l'État, quelque soient leurs instances, fussent-elles transnationales. Rappelons également qu'aucune monnaie partagée par plusieurs nations n'a jamais survécu plus de quelques décennies, de la roupie du Golfe au dinar yougoslave, en passant par la rouble soviétique.

Si deux leçons doivent être tirées de l'histoire de la monnaie, ce sont les suivantes :

- C'est une convention sociale dont l'Etat doit assurer la gestion de façon décentralisée et indépendante du

Qui a voulu l'euro et pourquoi ?

Le principe d'une union monétaire en Europe a émergé bien avant la création de l'Union Européenne, notamment avec l'Union Latine promue par Napoléon III. Si la "Grande Guerre" a eu raison de cette dernière, les conséquences de la seconde guerre mondiale ont grandement contribué à l'émergence de l'euro tel que nous le connaissons aujourd'hui, qui est davantage le fruit d'un projet politique qu'économique.

pouvoir politique. Tout comme la justice, la monnaie n'appartient pas à ce dernier mais il a la responsabilité de son bon fonctionnement.

- Une nation ne peut exister sans monnaie et une monnaie ne peut exister sans nation.

Le "saut fédéral" européen, solution souvent avancée pour résoudre la crise actuelle est bien une tentative de doter l'euro de ce qui lui fait politiquement défaut : une nation. Cependant cela ne peut se faire sans l'approbation des peuples européens qui sont très divisés et de plus en plus réticents sur la question. Les transferts nécessaires à une telle politique sont considérables et la solidarité européenne n'est pas aussi acceptée que la nationale.

Ne pouvant satisfaire la définition historique d'une monnaie et amplifiant des déséquilibres économiques insoutenables, l'euro ne peut être considéré comme une construction viable.

Les nations européennes décidèrent suite au conflit, encouragées par les États-Unis et la situation vis à vis de l'U.R.S.S., d'organiser un espace de coopération juridique et économique. Cela débuta par le Conseil de L'Europe en 1949 et se développa avec Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (CECA) en 1952 et le Traité de Rome en 1957.

En souhaitant favoriser le libre échange, ces étapes de la construction européenne portent déjà en elles la logique d'une union monétaire. C'est toutefois la mise en place de la politique agricole commune en 1962 qui créera la première "monnaie européenne" avec l'Unité de Compte Agricole. Censée garantir les revenus des agriculteurs, l'évolution des cours des monnaies engendrera une inflation dans la majorité des pays et portera atteinte aux revenus du secteur primaire en Allemagne. Afin de stabiliser le système, la communauté instaure un taux de conversion agricole, le serpent monétaire puis au final le système monétaire européen, qui limitent les fluctuations entre devises, ou autrement dit qui arriment le franc, la lire, et la peseta au Deutsche Mark. Comme tout système allant à l'encontre des lois économiques et des mouvements de marché, c'est un échec cuisant, qui fera au passage la fortune de nombreux spéculateurs.

Cela ne découragea pas les décideurs politiques, et notamment le président de la commission européenne Jacques Delors, de promouvoir l'idée d'une monnaie commune, élément structurant pour instaurer un fédéralisme européen. De nombreux pays, comme la Belgique et l'Italie, s'y sont rattachés en partie pour profiter de l'effet "structurant" d'une monnaie et d'éviter la dislocation de leur pays.

Les arguments économiques (croissance, emploi, échanges, intégration etc.) seront avancés en priorité par les partisans de l'euro, même si contestés par un nombre significatif d'économistes déjà à l'époque. Le bilan est cependant loin d'être reluisant face aux chiffres magiques sortis des

chapeaux de M. Delors ou Prodi, comme nous le développerons un peu plus loin. Mais derrière la vitrine économique l'enjeu politique dominait.

L'Allemagne, très attachée à son Deutsche Mark car il incarne la relève allemande, était très réticente à cette idée. Mais la fin de la guerre froide changea la donne.

Suite à la chute du mur de Berlin le chancelier Kohl souhaitait réunifier l'Allemagne. Cela raviva les vieux fantômes d'une Allemagne unifiée dominant l'Europe, notamment auprès de Mitterrand et de Thatcher.

Afin de contenir l'Allemagne dans un espace plus grand dans lequel elle ne serait pas dominante, les dirigeants européens et en particulier le président français ont fait pression pour que l'Allemagne accepte la création de l'euro, alors qu'un sondage faisait état que près de 80% des allemands y étaient opposés. En contrepartie l'Allemagne pouvait se réunifier sans opposition de la part de ses partenaires et dicter ses conditions sur la politique et les institutions monétaires.

Tout ceci fut concrétisé par la signature du traité de Maastricht en 1992, qui imposa à la majorité des pays européens une Bundesbank bis, dont l'orthodoxie est ironiquement héritée de la Bank Deutscher Länder instaurée par les alliés en 1948.

Force est de constater que le calcul fut mauvais et que 20 ans après l'Allemagne est plus dominante que jamais en Europe.

Monnaie unique ou monnaie commune ?

Contrairement à ce qui est constamment répété dans les médias l'euro n'est pas exactement une monnaie unique.

En effet, une monnaie unique nécessite une seule banque centrale hors notre système est organisé autour de l'Eurosystème, composé de 17 banques centrales nationales et de la banque centrale européenne (BCE).

Cela peut paraître être un détail mais c'est cependant crucial pour comprendre l'usine à gaz qu'est l'euro, les conséquences juridiques d'une dissolution de la zone ainsi que les raisons pour lesquelles l'Allemagne s'inquiète. Le système de transactions de l'Eurosystème, nommé TARGET 2, dégrade

considérablement le bilan de la Bundesbank avec des créances douteuses. Une véritable monnaie unique n'aurait aucun impact sur ce point.

L'euro n'est pas non plus une monnaie commune, qui s'inspirerait davantage de ce que nous avons connu par le passé comme le serpent monétaire et le système monétaire européen, où des taux de change étaient encadrés et chaque pays gardait sa propre monnaie. Si l'on devait donner une définition de l'euro, ce serait celle d'une monnaie commune homonyme à taux de change fixe paritaire.

Un véritable "Frankenstein financier" pour citer le président de l'institut des Libertés.

L'EUROSISTÈME



L'ORGANISATION



Le bilan économique de l'euro, mis en perspective avec les promesses qui accompagnaient sa création, est très décevant pour ne pas dire mauvais. La crise de 2008 n'a fait qu'accélérer l'inévitable : la démonstration que l'euro n'est économiquement pas viable et a fait perdre au moins deux décennies à de nombreux pays européens.

Une croissance faible, sans convergence et à crédit

Si l'on en croit certains décideurs politiques, l'euro à lui seul aurait dû apporter 1 à 1,5% de croissance.

Afin de comparer à la fois dans le temps et dans l'espace les performances de la zone euro, nous avons calculer le taux moyen de croissance de différents pays ou zones développées (graphique 1).

Le constat est sans appel :

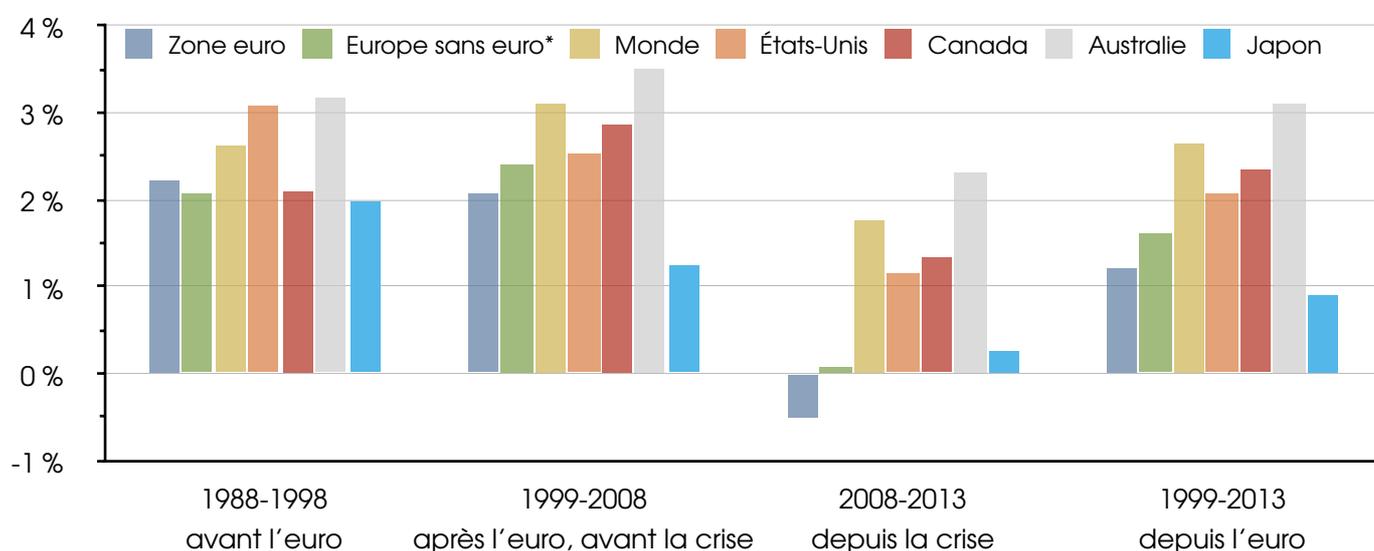
- En dehors du Japon, la zone euro a eu la croissance la plus faible des économies développées.
- La zone euro est la seule à avoir connu une contraction de son PIB entre 2008 et 2013.
- La croissance moyenne de la zone euro après son introduction et avant la crise (1999-2008) est inférieure à la croissance de la même zone sur les 10 années précédentes (1988-1998).

De plus, si l'on regarde la distribution de la croissance au sein de la zone euro elle est de plus en plus dispersée (tableau 1). La convergence n'a donc pas eu lieu, bien au contraire.

Le mythe de l'euro "protecteur" est aussi mis à mal par les chiffres, la zone euro étant celle qui a le plus reculé sur la période 2008-2013.

Certains pays ont toutefois connu une impressionnante accélération de leur croissance entre 1999 et 2008 comme l'Espagne ou la Grèce. Malheureusement ce "boom" n'est pas le reflet d'une augmentation de l'économie productive mais d'une expansion du crédit et d'une mauvaise allocation du capital dans le public ou le privé.

Graphique 1 : taux de croissance du PIB des économies avancées



* Royaume-Uni, Suède, Norvège, Suisse, Danemark

Source : Banque Mondiale, OCDE

Tableau 1 : taux de croissance moyen en zone

Pays	1988-1998	1999-2008	2008-2013
Allemagne	2,33 %	1,58 %	0,49 %
Autriche	2,58 %	2,41 %	0,41 %
Belgique	2,14 %	2,14 %	0,24 %
Espagne	2,65 %	3,39 %	-1,37 %
Luxembourg	4,75 %	4,65 %	0,59 %
Finlande	1,68 %	3,25 %	-0,56 %
France	1,93 %	1,94 %	-0,02 %
Grèce	1,91 %	3,78 %	-4,24 %
Italie	1,60 %	1,16 %	-1,55 %
Irlande	6,32 %	5,32 %	-2,04 %
Pays-Bas	3,11 %	2,40 %	-0,99 %
Portugal	3,14 %	1,56 %	-1,62 %
Écart moyen en % de la moyenne	34,80 %	38,11 %	126,64 %

Source : Banque Mondiale,

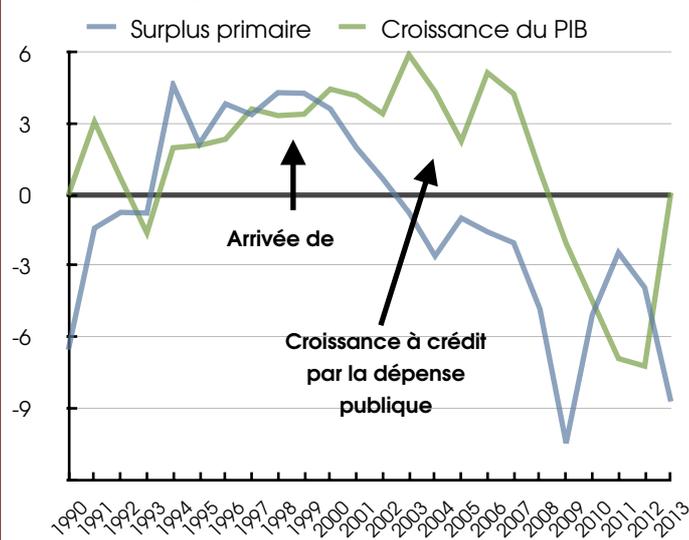
La formule de calcul du PIB est telle qu'une bulle de crédit, qu'elle soit orientée vers le public ou le privé, l'augmente. Mais lorsque cette dernière se dégonfle, le PIB fait de même, avec des effets dévastateurs sur l'emploi.

Entre 1999 et 2007 la dépense publique par rapport au PIB a crû dans tous les pays de la périphérie et du sud de l'Europe alors que les dépenses liées aux intérêts atteignaient des plus bas historiques grâce à des taux d'intérêts artificiellement trop faibles (graphique 4) auxquels la crise de 2008 a mis fin. Au lieu de permettre aux états de se désendetter et de repartir sur des finances publiques saines, l'euro a été pour ces pays une opportunité de dépenser plus.

L'exemple grec (graphique 2) montre que dès la création de l'euro la croissance fut principalement soutenue par une croissance de la dépense publique. L'organisation des jeux olympiques de 2004 n'y est pas pour rien, ayant coûté près de 6% du PIB pour terminer en stades à l'abandon.

L'expansion irréfléchie du crédit vers le secteur privé a principalement concerné l'Irlande et l'Espagne. Sur le graphique 3 on peut comparer l'évolution du PIB et du crédit au secteur privé non-financier. Ces deux indicateurs sont généralement fortement corrélés comme on peut l'observer en Allemagne, alors que nous observons une déconnexion totale pour les deux autres pays.

Graphique 2 : croissance et surplus primaire en Grèce (%)



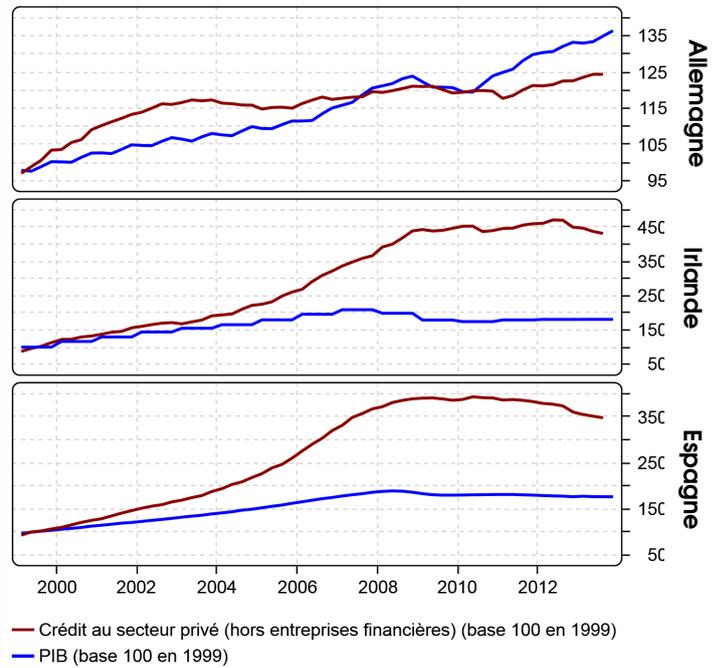
Source : BCE, Banque de Grèce

Pour donner un exemple concret le prix moyen du mètre carré en Espagne du neuf a augmenté de près de 190% entre 1998 et 2008 selon le ministère du logement. Environ 3 millions de logements demeurent vides aujourd'hui.

Ce sont de pures pertes pour les banques espagnoles qui ont dû solliciter les contribuables européens qui n'ont guère eu le choix au regard de leur taille systémique. Cela risque d'ailleurs d'arriver de nouveau et de frapper les déposants, conformément aux règles de la nouvelle union bancaire européenne.

L'euro n'est certes pas responsable de la triche dont se sont rendus coupables certains pays (avec d'ailleurs la complicité de l'Union Européenne et de banques condamnables) et beaucoup ont leurs problèmes structurels propres. Cependant une monnaie commune a accentué ces derniers en leur offrant du crédit trop bon marché (graphique 4) et en les désarmant industriellement face à l'Allemagne.

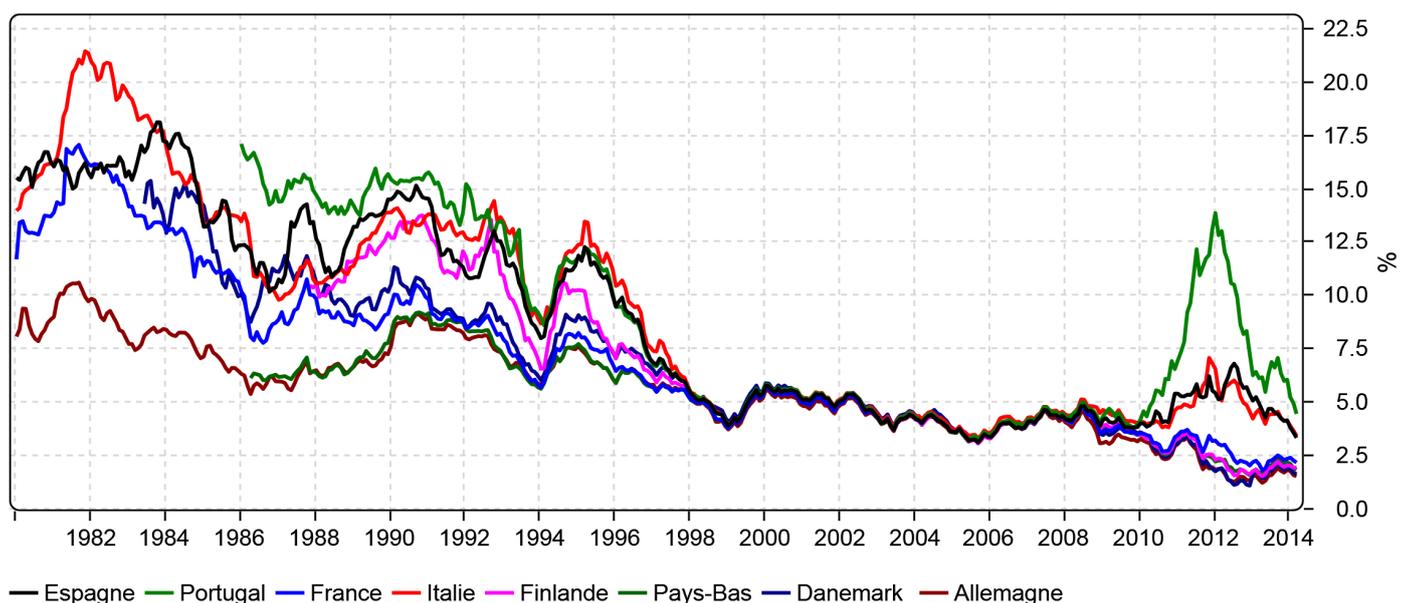
Graphique 3 : Expansion du crédit par rapport au PIB (base 100 en 1999)



Source : BIS, OCDE

La banque centrale polonaise qui est censée entrer dans l'eurosystème en 2016 travaille déjà sur la dissolution de la zone euro.

Graphique 4 : Taux d'intérêts de la zone euro - Bons du trésor 10 ans



Source : Eurostat

Un Deutsche Mark pour des économies trop hétérogènes

"L'euro amènera trop de maisons en Espagne, trop de fonctionnaires en France et trop d'usines en Allemagne"

Charles Gave, Président de l'Institut des Libertés en 2000

"(...) cette bizarre politique du franc fort qui a aggravé vos difficultés structurelles depuis dix ans et qui rend dérisoires les déclarations pathétiques et les efforts sporadiques du gouvernement français contre le sous-emploi."

Milton Friedman, prix Nobel d'Économie, "Un entêtement suicidaire", Revue Géopolitique no.53, 1996

"Ce qui est utile aux citoyens, ce n'est pas une monnaie unique, ce sont de bonnes monnaies (...)"

Pascal Salin, La Vérité sur la Monnaie, Éditions Odile Jacob, 1990

Tel qu'expliqué plus haut, les trop faibles taux d'intérêt ont permis à la périphérie d'aggraver sa situation en générant des bulles locales, ce qui a temporairement masqué leur manque de compétitivité et de convergence. Mais cette convergence est-elle tout simplement possible ?

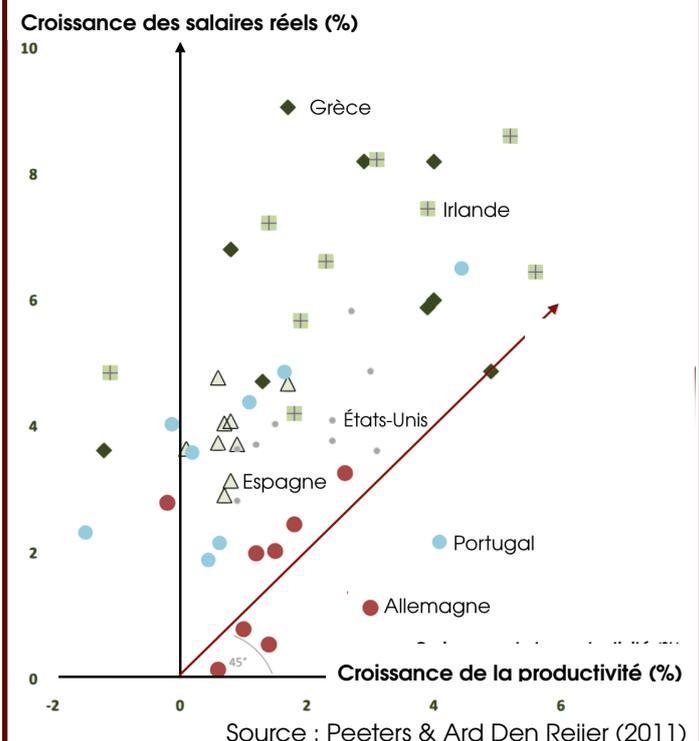
Pour fonctionner l'euro nécessite que les différents pays européens aient des taux d'inflation très proches, auquel cas un pays se dévaluerait ou se surévaluerait continuellement par rapport aux autres. Cependant, contrairement à l'opinion la plus répandue, l'inflation n'est pas qu'un phénomène monétaire mais aussi structurel. Si dans une économie les salaires augmentent plus rapidement que la productivité, l'inflation y est plus importante.

Le différentiel est conséquent (graphique 5) parmi les économies européennes et cause une divergence majeure des coûts unitaires de production (graphique 6). Si précédemment le taux de change absorbait ces évolutions, l'euro a rendu cela impossible, détériorant la compétitivité de nombreux pays européens. Ceci fut

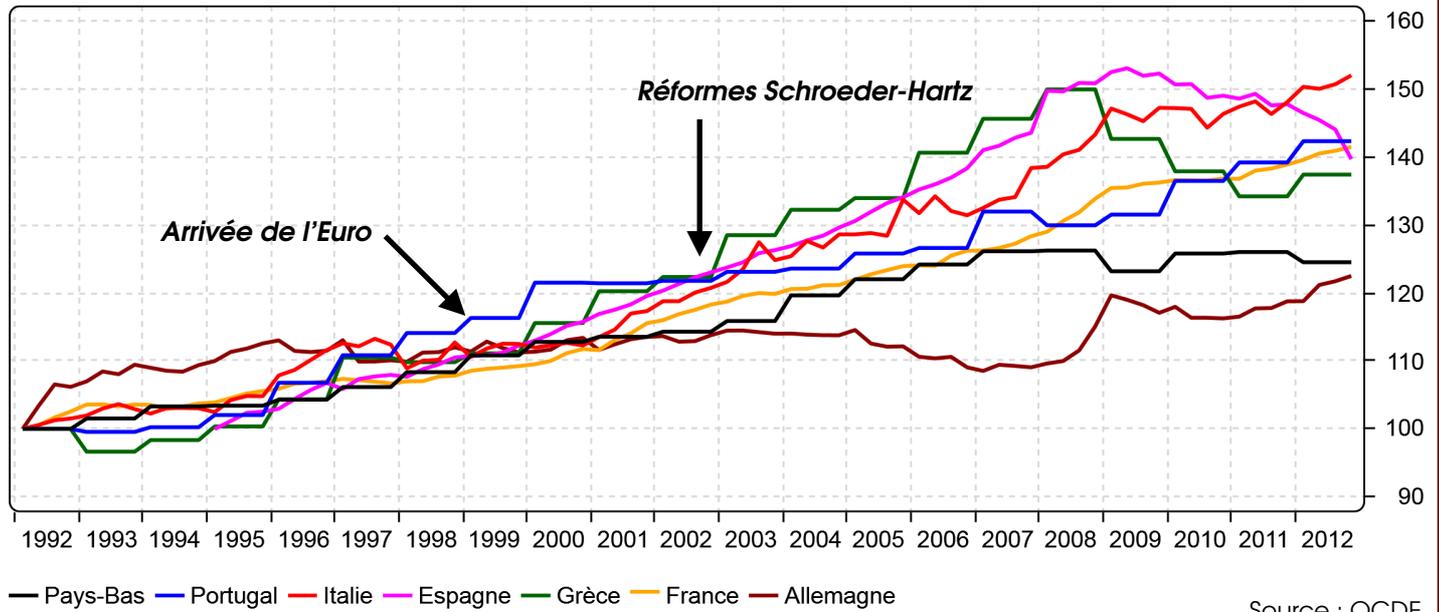
d'autant plus important suite aux réformes Schroeder-Hartz, qui étaient l'équivalent d'une dévaluation interne pour un pays déjà très compétitif.

Ces réformes furent certainement salutaires pour l'économie allemande, mais en régime monétaire commun, un pays ne peut faire cavalier seul et adopter une politique mercantiliste sans forcer les autres à faire de même.

Graphique 5 : Évolution Salaire/Productivité 2000-2008



Graphique 6 : évolution des coûts unitaires de production - indice en base 100 en 1992



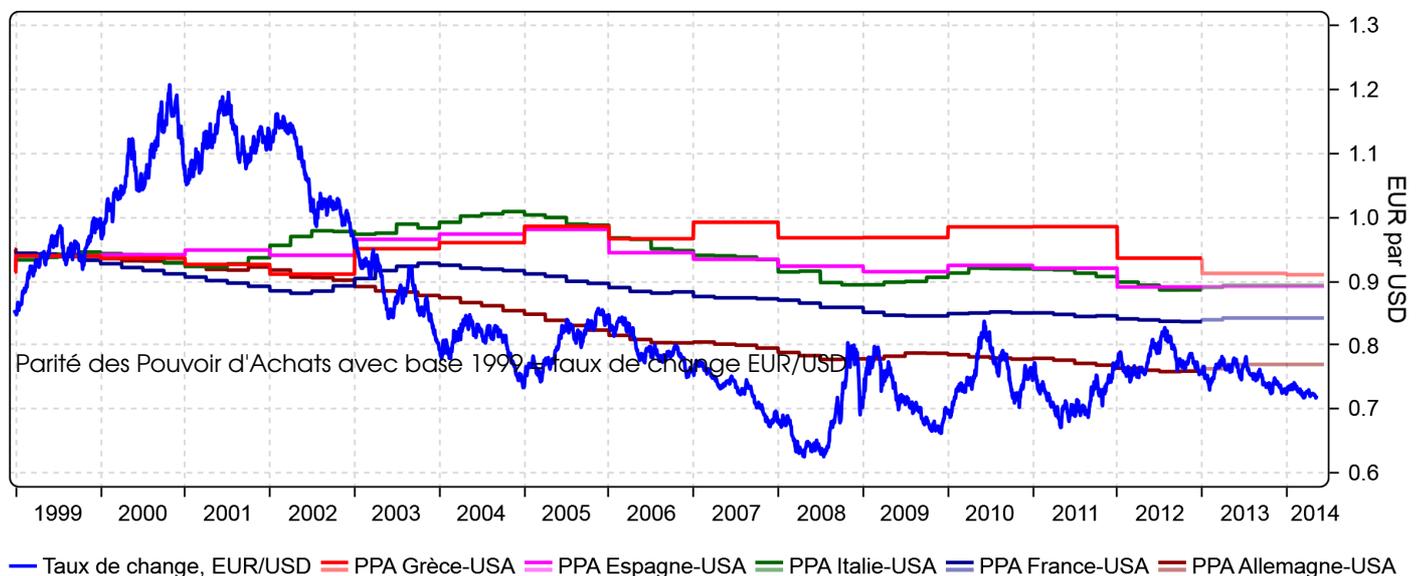
Cette divergence des compétitivités européennes a de plus été grandement aggravée par le taux de change de l'euro. La parité du pouvoir d'achat, représente le taux de change théorique d'une monnaie, celui du marché fluctuant généralement autour.

En observant les différentes PPAs européennes et le taux de change de l'euro par rapport au dollar (graphique 7), il apparaît clairement qu'il évolue autour de la PPA allemande. L'euro est donc évalué tel un Deutschmark, monnaie à laquelle de

nombreux pays comme la France ont essayé de s'arrimer avec échec (en témoigne la politique du franc fort de 1989 à 1996 qui initia la destruction de notre tissu industriel).

Un taux de change doit refléter une productivité et évoluer pour absorber les évolutions et les chocs macroéconomiques, ce que l'euro empêche de faire... sauf pour l'Allemagne.

Graphique 7 : L'euro évalué comme un Deutsche Mark



Les effets sur l'économie et l'emploi ont bien entendu été conséquents.

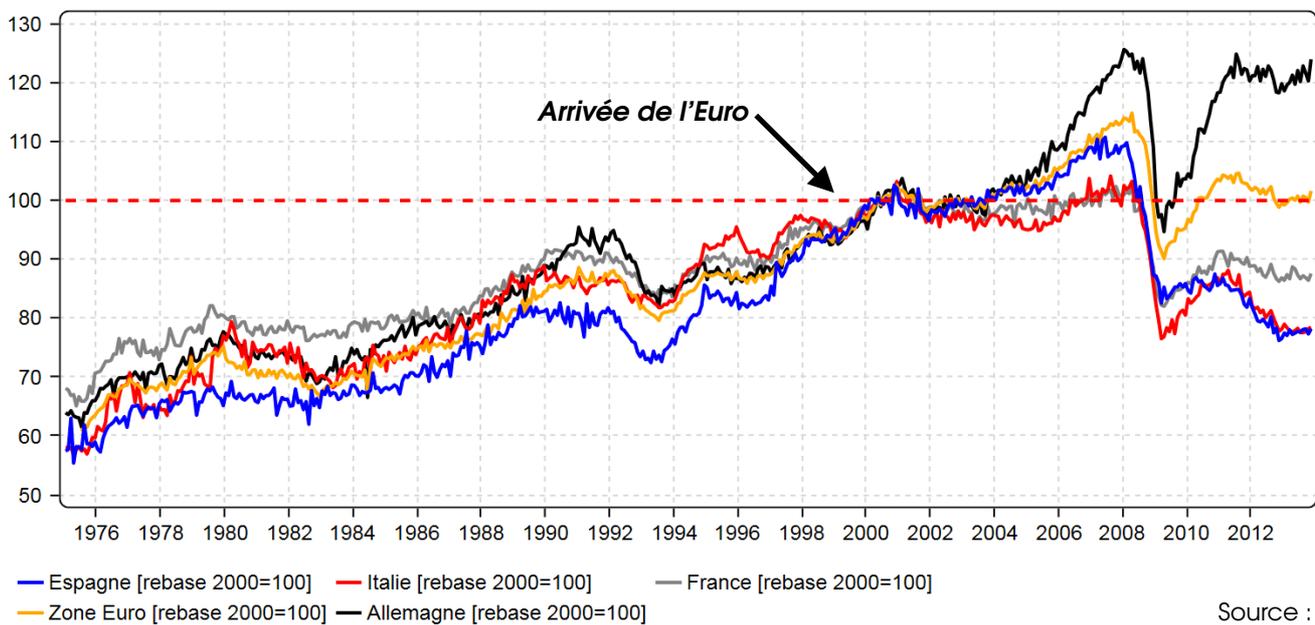
Un des meilleurs indicateurs pour mesurer l'évolution du secteur productif d'une économie est sa production industrielle.

Malgré une évolution tout à fait similaire entre 1975 et 2000, l'écart s'est creusé continuellement (graphique 8).

Cependant la perte de compétitivité des pays du Sud de la zone euro n'est pas seulement due à l'euro et à la politique

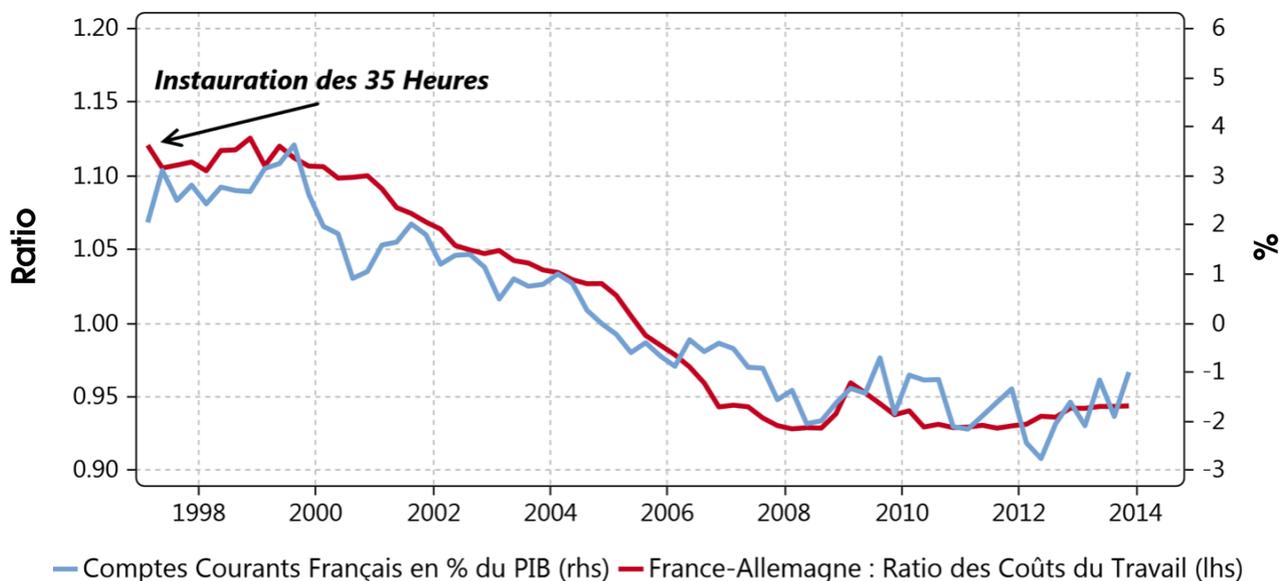
économique outre-Rhin. En France, bien qu'aggravée par la monnaie commune, elle a été initiée par les 35 heures qui ont considérablement détérioré nos comptes courants (graphique 9). Pour des pays comme la France, une sortie de l'euro ne doit en aucun cas être une échappatoire à des réformes structurelles visant à rétablir notre santé économique, au risque d'être condamnés à des dévaluations perpétuelles.

Graphique 8 : Production industrielle - indice en base 100 en 2000



Source : OCDE

Graphique 9 : Déficit la balance courante et coûts du travail - France/Allemagne



Source : OCDE

En plus d'avoir des productivités et des salaires qui évoluent de façon disparate, l'organisation du tissu productif est tout sauf homogène (tableau 2).

Si l'Allemagne est reconnue pour ses grandes PME industrielles exportatrices, la Grèce, l'Italie, et l'Espagne ont deux fois moins d'entreprises de plus de 250 salariés et 60-70% plus d'entreprises de moins de 9 salariés en terme de proportion de l'emploi total. Cela a nécessairement un impact sur la capacité à innover de chacun de ces pays, ce que l'on peut vérifier par la dépense en recherche et développement (graphique 10)

Ces différences rendent intrinsèquement certains pays plus compétitifs que les autres et ne peuvent être résorbées par une monnaie commune ou des politiques économiques, si ce n'est sur plusieurs décennies.

Les besoins des économies sont en effet différents. Ils sont le fruit d'un développement et de cultures difficilement homogénéisables. Il n'est pas mieux ou moins bon en soit d'avoir beaucoup plus de grandes ou de petites entreprises quand le but à atteindre est la croissance et le plein-emploi. Une économie doit pouvoir s'organiser harmonieusement d'elle-même et cette organisation ne peut être similaire entre une économie qui a besoin d'attirer des touristes et une autre qui souhaite vendre ses berlines.

Le drame de l'euro est de forcer des pays à suivre la même politique que l'Allemagne.

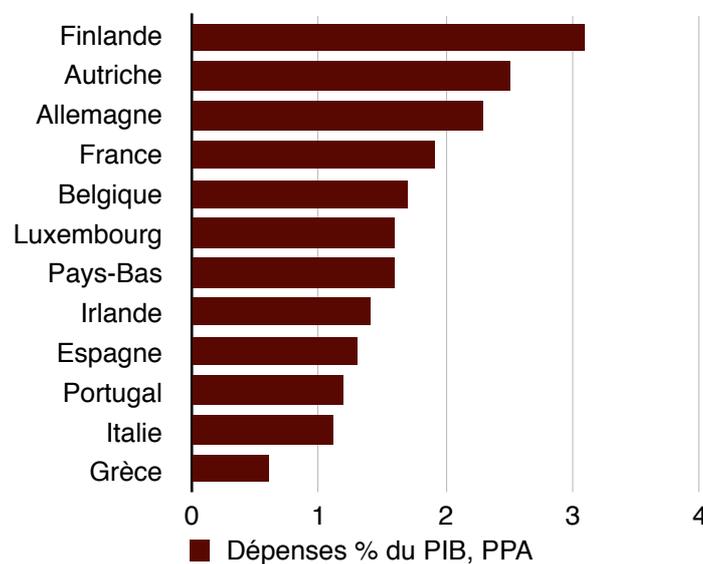
La situation démographique est aussi très diverse. Un pays à la population vieillissante voire en déclin n'a pas les

Tableau 2 : Distribution de l'emploi en fonction de la taille des entreprises en 2003

	<9	10-49	50-249	>250
Allemagne	34,0 %	18,0 %	13,0 %	35,0 %
Autriche	37,0 %	19,0 %	15,5 %	28,0 %
Belgique	40,0 %	16,5 %	13,0 %	30,5 %
Espagne	50,5 %	20,0 %	11,5 %	18,5 %
Luxembourg	24,5 %	24,5 %	24,5 %	27,0 %
Finlande	34,5 %	15,0 %	15,0 %	35,5 %
France	37,0 %	16,0 %	13,5 %	33,5 %
Grèce	57,0 %	17,0 %	13,0 %	13,5 %
Italie	57,0 %	17,0 %	10,0 %	16,5 %
Irlande	25,0 %	23,5 %	21,0 %	30,0 %
Pays-Bas	32,0 %	18,0 %	16,0 %	35,0 %
Portugal	37,5 %	23,0 %	18,5 %	21,0 %

Source : Source: Observatoire Européen des PME

Graphique 10 : Dépenses en R&D en 2009 (% du PIB)



Source : Banque Mondiale

mêmes besoins qu'un pays qui connaît une croissance démographique, surtout en ce qui concerne l'épargne et l'emploi. Par exemple la France a chaque année 100.000 à 200.000 jeunes de plus à insérer sur le marché du travail que l'Allemagne, dont la population tend à diminuer.

Un parallèle est souvent fait entre l'Europe et les États-Unis : si des états aussi divers économiquement que la Californie, New York ou le Wyoming peuvent partager le dollar, pourquoi ne pouvons-nous pas partager l'euro ?

La réponse se trouve en grande partie dans la théorie des zones monétaires optimales.

Développée depuis les années 1960, elle étudie les conditions nécessaires pour qu'une monnaie unique soit bénéfique. Elles sont au nombre de quatre :

- Des cycles économiques fortement corrélés entre les différents pays pour que la politique monétaire soit optimale pour tous.
- Un système de transferts fiscaux en cas de choc.
- Une importante flexibilité des prix et des salaires.
- Une grande mobilité du capital et de la main d'oeuvre.

Les États-Unis ne sont pas une zone monétaire optimale et gagneraient même à être divisés en deux ou trois régions selon certains économistes comme Kouparitsas. Cependant on note que sur tous les points ci-dessus la nation américaine est bien plus avancée que l'Europe, en particulier en ce qui concerne les transferts fiscaux et la mobilité de la main d'oeuvre.

Si un état américain connaît une croissance relative beaucoup plus importante qu'un autre, il est aisé pour un américain d'y déménager car il partage la même langue, la même culture et les lois relatives à l'emploi sont plus homogènes. Cela est évidemment moins simple pour les européens. Les indicateurs statistiques montrent d'ailleurs une mobilité géographique 3 à 4 fois inférieure sur le vieux continent.

À moins de forcer les gens à aller travailler dans un pays dont ils ne maîtrisent pas la langue et de s'engager dans des transferts colossaux (sur lesquels nous reviendrons plus tard), la zone euro est bien loin d'être une zone monétaire optimale et crée *de facto* des difficultés pour bon nombre de ses membres.

Les administrations et les gouvernements européens espéraient que la monnaie unique mènerait à une plus grande intégration et convergence. Si d'un point de vue logique il eut été nécessaire de faire le contraire, la possibilité même d'une convergence économique suffisante pour une monnaie unique est proche du zéro absolu.

"... ces effets positifs ne se matérialiseraient pas en cas d'adoption prématurée de l'euro, dont un pays pourrait pâtir à maints égards. Ainsi, les écarts au niveau des cycles d'activité peuvent déboucher sur des taux d'intérêt « sous-optimaux » dans un contexte national et sur **l'apparition de « bulles » ou de « crises » locales.** (...) Si la flexibilité des salaires et des prix n'y est pas suffisante pour permettre une adaptation à l'évolution de la compétitivité et/ou aux chocs, il risque également de **subir des préjudices économiques pendant une longue période.**"

Bulletin Mensuel de la BCE, 10ème anniversaire, 2008

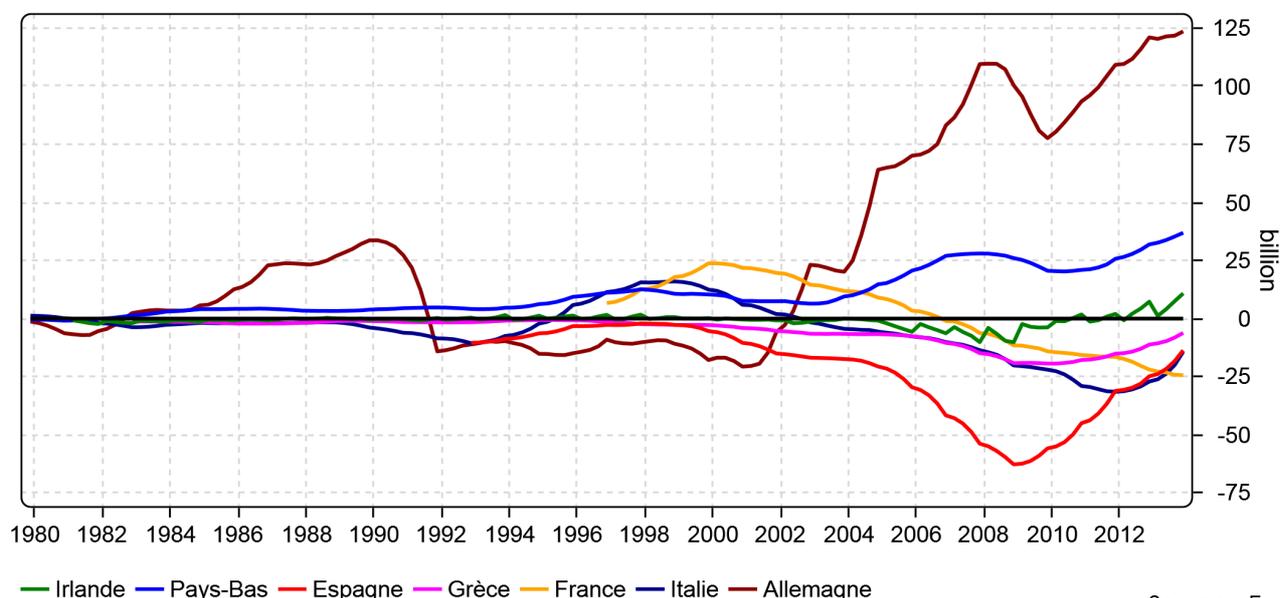
En comptabilité nationale la balance courante est le solde des flux monétaires provenant des échanges de biens, de services, de revenus de l'étranger et de transferts courants. Pour simplifier, une balance courante positive signifie qu'un pays produit plus qu'il ne consomme. Le différentiel permet donc de rembourser sa dette. Lorsque la balance est par contre en déficit, elle se creuse.

La consommation ayant été grandement favorisée par des taux d'intérêts trop faibles et la production du secteur privé (seule à pouvoir s'exporter) s'effondrant pour les pays du Sud de l'Europe (dont la France),

leur balances courantes se sont considérablement dégradées depuis l'arrivée de l'euro. L'Allemagne a elle atteint des records (graphique 11).

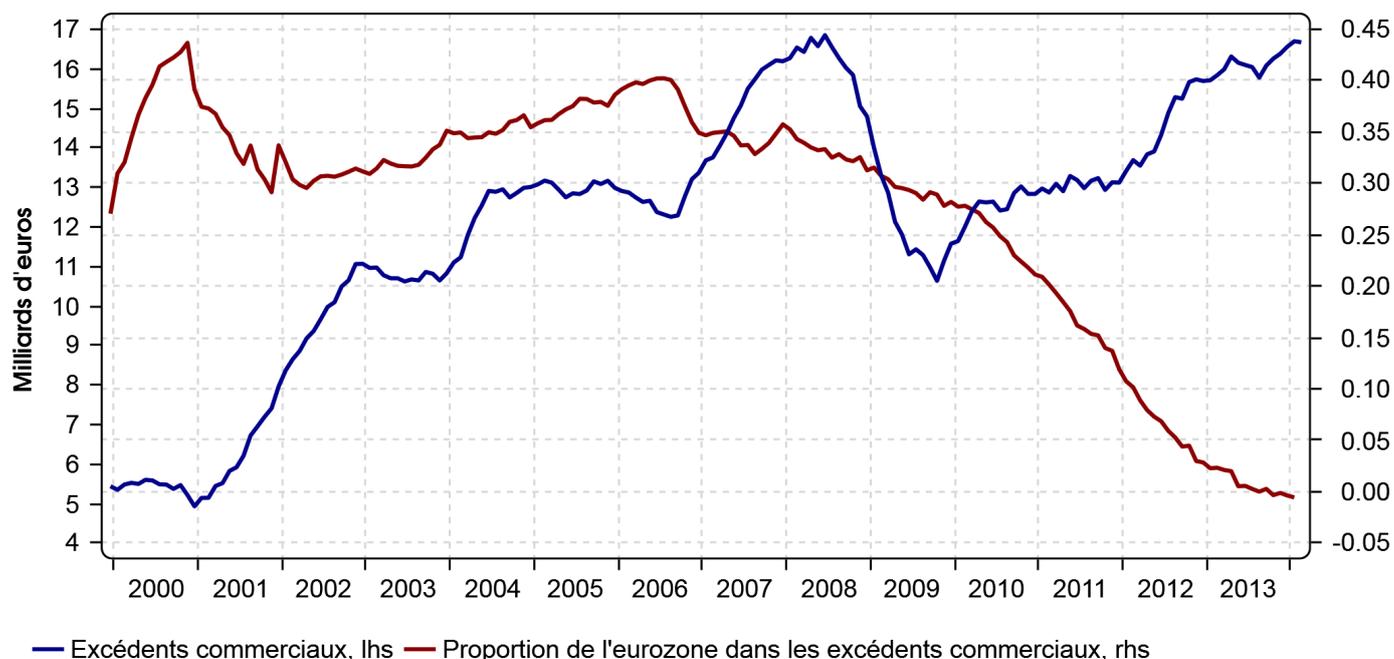
Il est nécessaire de préciser que les surplus de l'Allemagne et de l'Europe du Nord en général ne se font plus vis à vis de la zone euro. La baisse de la consommation de ses partenaires en Europe du Sud a en effet équilibré la balance commerciale intra-euro (graphique 12). Cependant les réformes et le taux de change qui lui est très favorable ont eu raison des parts de marché de ses principaux concurrents européens dans le reste du monde.

Graphique 11 : Déficit/Surplus des balances courantes dans la zone euro



Source : Eurostat

Graphique 12 : Excédents commerciaux allemands, parts dans l'eurozone



Source : Eurostat

Il faut être prudent concernant l'amélioration récente de ces comptes courants pour l'Espagne ou l'Italie. En effet elle ne résulte pas d'une augmentation de la production mais d'une baisse drastique de la consommation nationale par un ajustement des dépenses publiques et un recul de la consommation des ménages en termes réels. Associé à des réformes structurelles cela peut être bénéfique mais en gardant l'euro il est nécessaire de baisser les salaires d'au moins 30% en Espagne ou 45% en Grèce pour redevenir compétitif et reformer un tissu productif sain.

S'il est certain que cela améliore la situation à court terme, les pressions déflationnistes et récessionnistes que font peser ces ajustements sur les économies risquent d'enfoncer ces pays dans une trappe à dette dont ils ne pourront sortir. Forcer le malade à mourir guéri est-il une solution ?

La trappe à dette, définie il y a bien longtemps par Keynes est très simple à comprendre :

- le taux de croissance représente le "rendement moyen" de l'économie,
- le taux d'intérêt représente le coût moyen d'un investissement.

Comme l'ont démontré Knut Wicksell et Maurice Allais, seul prix nobel d'économie français, ces deux taux doivent être très proches afin d'avoir une économie saine.

Si le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt trop longtemps il y a une bulle.

Si le taux de croissance est inférieur au taux d'intérêts, la richesse créée n'est pas suffisante pour rembourser : c'est la trappe à dette.

Le déclin du secteur productif depuis l'adoption de l'euro a d'abord été compensé par de la dépense publique pour "l'amortir".

L'exemple italien (graphique 13) montre un total retournement entre la croissance du secteur privé et du secteur public depuis 1999.

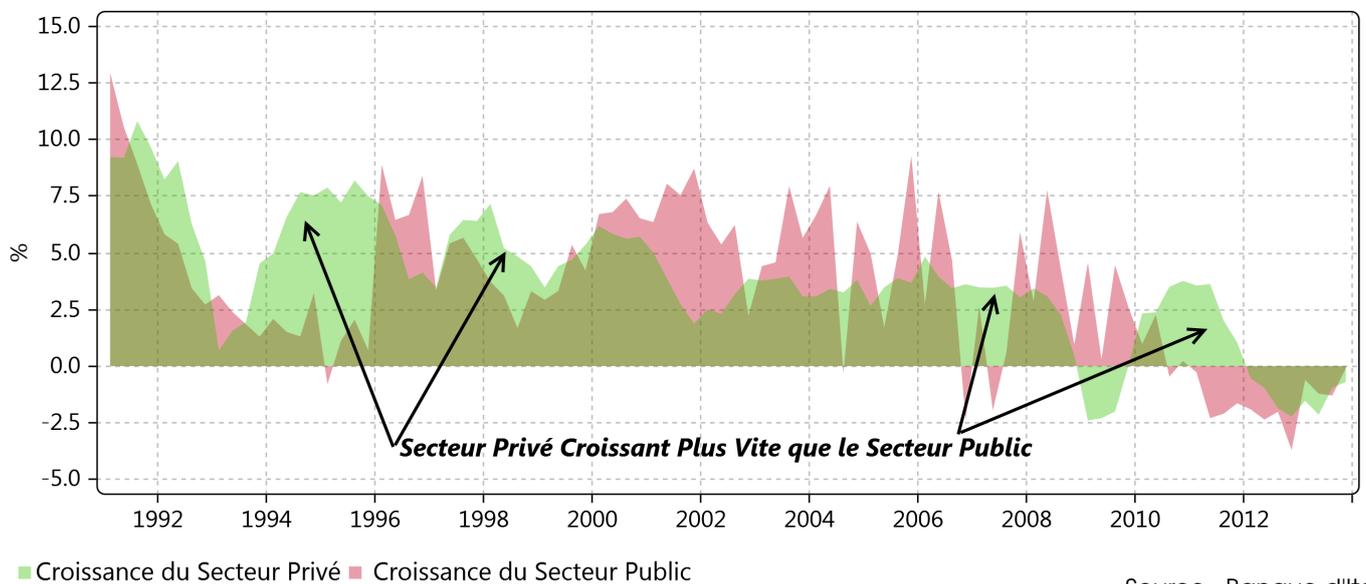
Avant cette date le poids du secteur public dans l'économie n'évoluait pas plus vite que celui du privé. La baisse mécanique de la compétitivité italienne a inversé la donne, comme dans la majorité des pays du Sud de l'Europe. L'effet sur la croissance est mécanique : elle se tarit et les taux d'intérêt ont tendance à augmenter avec la dette.

Le phénomène de la trappe à dette est tout à fait flagrant sur le graphique 14. La politique de la lire forte a creusé la dette en

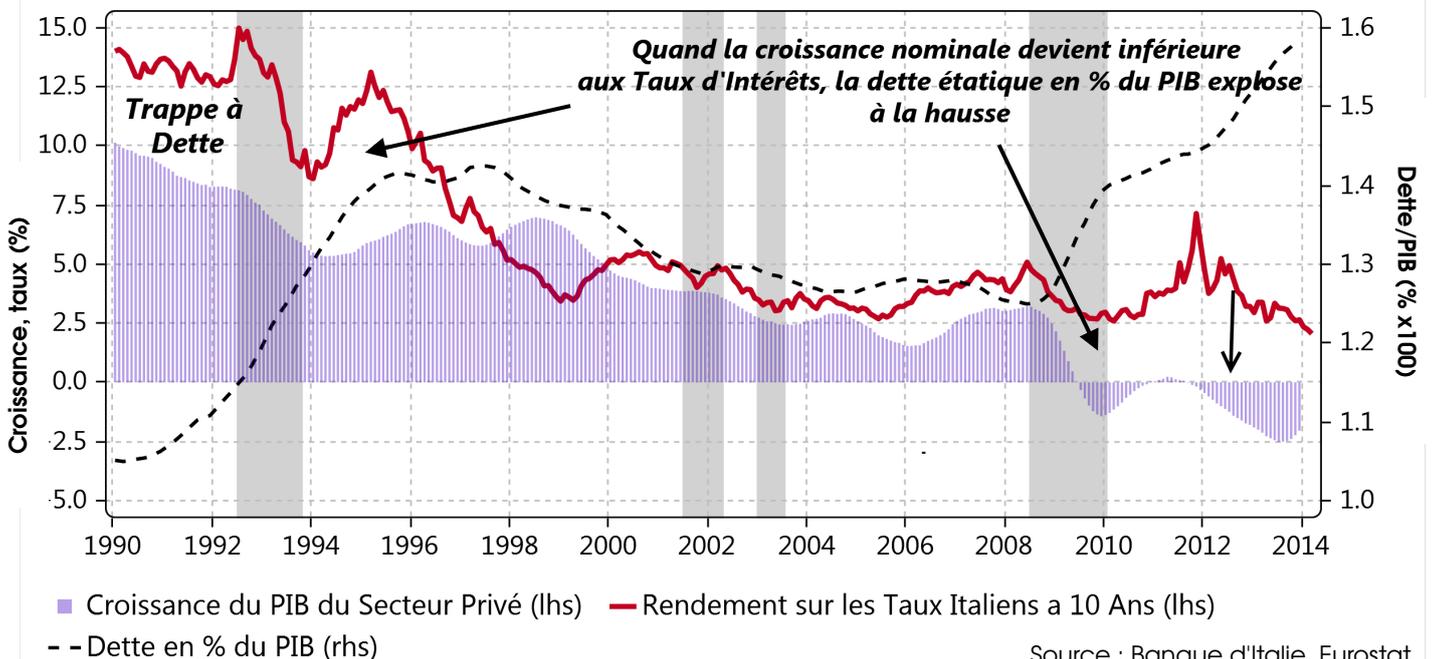
plombant les exportations. Les taux d'intérêts artificiellement faibles ont masqué le manque de compétitivité des entreprises italiennes et depuis la crise de 2008 nous sommes à nouveau dans une trappe à dette.

Au regard des derniers chiffres de croissance et de la politique du gouvernement, la France prend elle aussi le même chemin (graphique 15).

Graphique 13 : Croissance par secteur en Italie



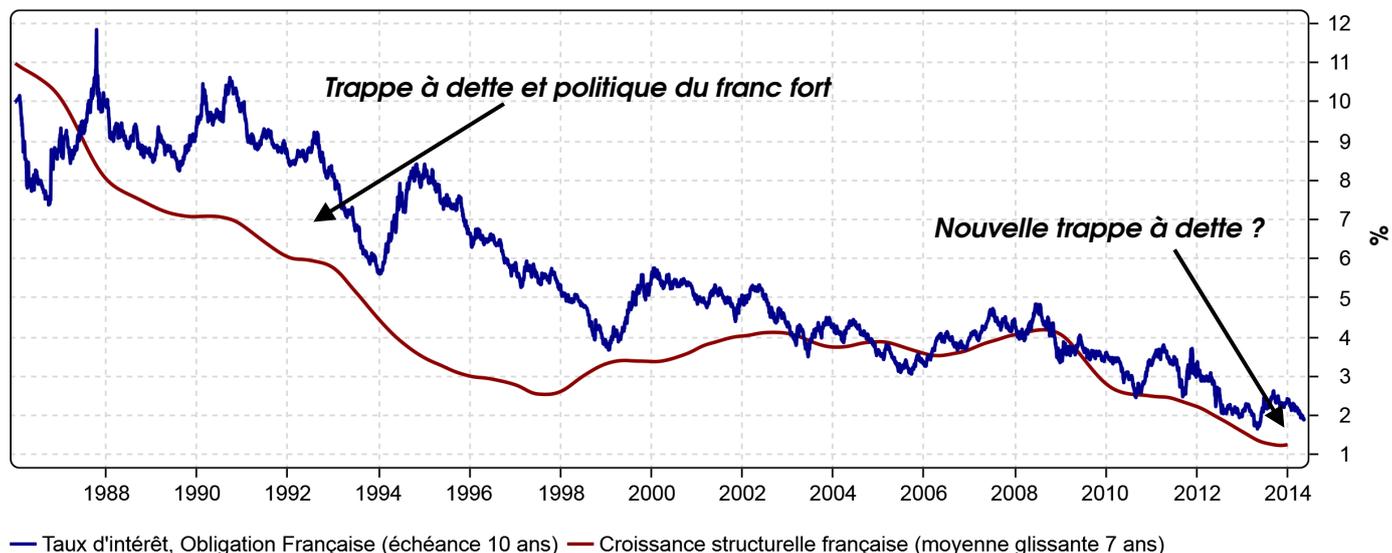
Graphique 14 : la trappe à dette italienne



Le seul moyen de se sortir d'une trappe à dette est de faire croître le secteur productif d'une économie.

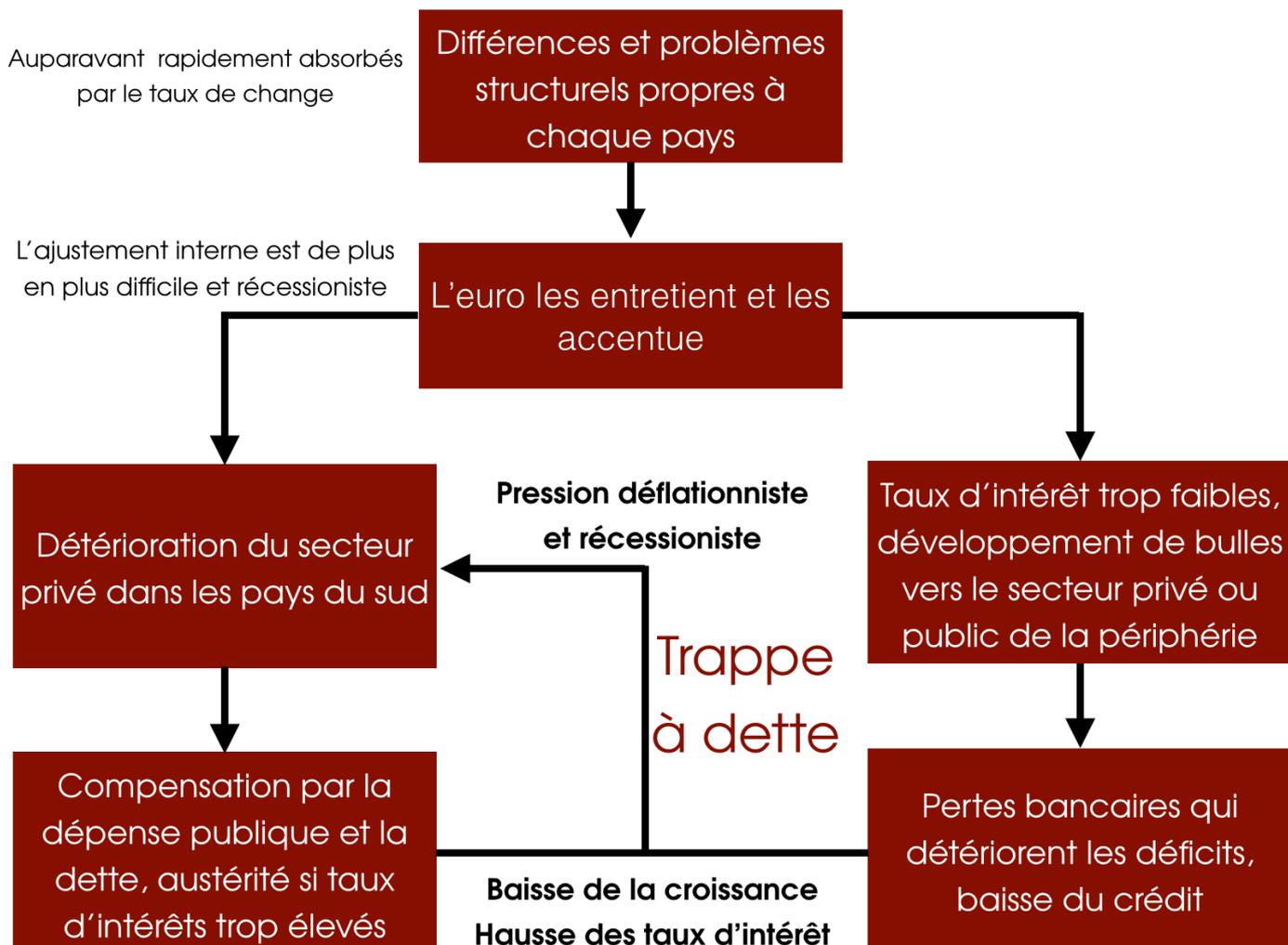
En régime de taux de change fixe surévalué cela ne s'est jamais vu dans l'histoire.

Graphique 15 : la trappe à dette française



Source : Eurostat

Graphique 16 : schéma récapitulatif, la trappe à dette en Europe du Sud



"L'euro ne survivra pas à la première récession majeure en Europe"

Milton Friedman en 1999

Austérité, déflation et taux de change fixes dans l'Histoire

Contrairement à ce qui est régulièrement avancé par les hommes politiques la crise de l'euro n'est pas terminée :

- les écarts de compétitivité ne se résorbent pas ou très peu,
- la productivité stagne dans toute la périphérie,
- la déflation menace la zone euro (graphique 17).

Graphique 17 : Inflation en zone euro



Source : Eurostat

Le but actuel des dirigeants européens et de la BCE est d'orchestrer une dévaluation à l'intérieur de la zone euro pour essayer de la sauver en ramenant les pays du Sud à des niveaux de compétitivité similaires à ceux du Nord. En régime de taux de change fixe avec une monnaie forte cela signifie des coupes budgétaires et des baisses de salaires de 10%, 20% ou 30% selon les pays. Ces derniers sont beaucoup plus rigides que le taux de change et l'ajustement prend beaucoup plus de temps, sans compter les dégâts sociaux engendrés. Le problème de cette

approche est qu'elle a été testée à maintes reprises, notamment en France lors de la déflation Laval-Rueff en 1934 qui amena la France au plus profond de la dépression.

La BCE et l'Union Européenne jouent actuellement aux apprentis sorciers en essayant de maintenir un taux d'inflation positif, faible, avec un différentiel positif entre le Nord et le Sud.

Une période déflationniste est la pire chose qui puisse arriver à l'Europe. Elle pèserait grandement sur la croissance et renchérirait considérablement la dette. Si l'inflation est l'euthanasie du rentier, la déflation est celle du débiteur.

La BCE se dit prête à prendre des mesures dites "non conventionnelles" pour empêcher la déflation, mais les taux d'intérêts déjà très faibles et l'efficacité très limitée de ces politiques (comme au Japon) laissent à penser que sa capacité à renverser le phénomène est faible.

De part sa conception unique il n'y a pas de parallèle historique parfait avec l'euro. L'histoire est cependant jonchée d'expériences de taux de change fixe entre économies qui n'ont rien à voir. L'exemple le plus récent est certainement l'Argentine.

L'Argentine a établi, sous conseil du FMI, un taux de change fixe avec le dollar américain en 1992 afin de lutter contre une inflation gigantesque (1344% en 1990 !). En effet, l'État utilisait la "planche à billet" pour se financer et bien sûr ne s'imposer aucune limite (ce que certains partis politiques français proposent...).

Comme pour l'euro les débuts sont positifs. L'inflation diminue et les investissements augmentent. Ce genre de politique peut tout à fait avoir un intérêt sur quelques années pour restaurer la confiance avant de se doter d'une banque centrale responsable. Cependant, comme pour les pays de la périphérie en Europe, les comptes courants se sont rapidement détériorés.

La montée brutale du dollar en 1998 suivie de la dévaluation du real brésilien aurait dû être le signe pour les autorités argentines que cette politique de taux de change fixe devait prendre fin.

Malheureusement la parité peso-dollar continua et bien entendu l'Argentine connut la déflation et la récession... jusqu'à l'explosion du système en 2002.

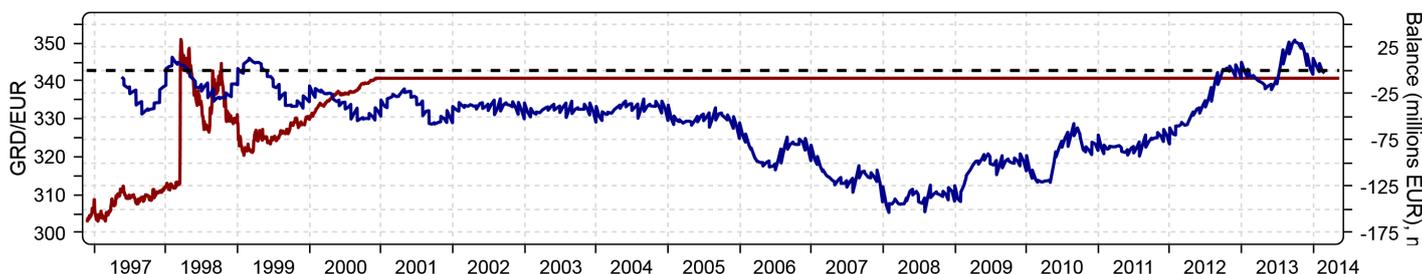
Il est intéressant de comparer la situation argentine avec la zone euro concernant la balance des comptes courants depuis la mise en place d'un taux de change fixe (graphique 18). Sans titre il semble difficile d'identifier à quel pays correspond chaque courbe...

Comme pour les pays du Sud de l'Europe, la déflation et la récession améliora la balance courante en argentine... juste avant l'explosion.

C'est ce qui fait émerger certaines inquiétudes à Bruxelles : un pays avec un surplus de la balance courante n'a pas besoin de financement extérieur, ce qui constitue une très bonne opportunité pour sortir unilatéralement d'un régime monétaire.

Graphique 18 : Taux de change fixe et balance courante

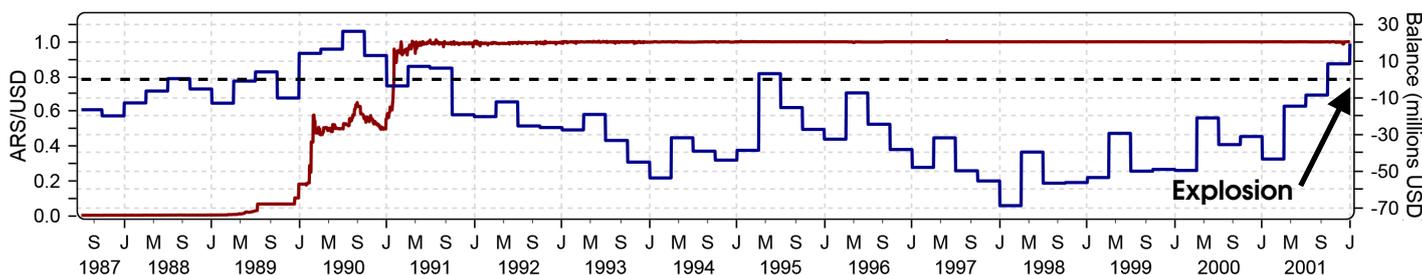
Grèce



Espagne



Argentine



— Balance Comptes Courants, USD, rhs — Taux de Change, lhs

Source : Eurostat, INDEC

L'impossibilité d'une fédéralisation

Une des solutions les plus communément avancées pour sauver la zone euro est une fédéralisation de l'Union Européenne et en particulier de l'eurozone, objectif initial de l'union monétaire.

Du point de vue de la théorie des zones monétaires optimales, un état fédéral est bien nécessaire. Mais encore faut-il qu'il y ait la possibilité économique et la volonté politique de le faire.

Ce qu'implique une fédéralisation est économiquement colossal. Afin de rééquilibrer la zone euro des transferts massifs sont nécessaires vers l'Europe du Sud (France incluse), qui seraient payés à plus de 90% par l'Allemagne.

Le montant de ces transferts est estimé entre 7% (Connolly) et 12% (Arthus) du PIB Allemands par an pendant au moins 10 ans. En terme d'effort pour l'Allemagne ce serait bien supérieur au coût de la réunification (tableau 3). La première question est donc : les allemands sont-ils prêts à faire plus pour les grecs, les portugais, les espagnols etc. que pour les allemands de l'Est ?

Le transfert de pouvoirs de Berlin vers Bruxelles, qui générerait un budget et des ressources propres, serait très probablement jugé anticonstitutionnel par la cour de Karlsruhe, déjà très divisée sur les dispositions ainsi que les traités actuels. Le seul moyen de changer la constitution en Allemagne est alors un référendum. La progression du scepticisme vis à vis de l'euro dans l'opinion allemande laisse à penser que la réponse serait certainement "nein".

La construction d'un État Fédéral suppose aussi le transfert des compétences régaliennes vers Bruxelles. Les européens

Tableau 3 : Coûts de différents programmes ou plans par rapport au PIB

Plan Marshall / PIB américain 1948	5 %
Réparations Traité de Versailles / PIB allemand 1919	15 %
Réunification allemande / PIB allemand 1990	76 %
Maintien de l'euro* / PIB Allemand 2012	97 %

* Hypothèse médiane

semblent cependant beaucoup plus attachés à leur souveraineté nationale qu'à l'Union Européenne (graphique 19). D'après le dernier eurobaromètre de la commission seulement 16% des allemands et 23% des français souhaitent davantage d'intégration via une Europe Fédérale. Là se profile notre deuxième question : une fédéralisation peut-elle se faire contre la volonté des peuples ?

L'effort nécessaire pour maintenir la zone euro dépasse celui de la réunification allemande.

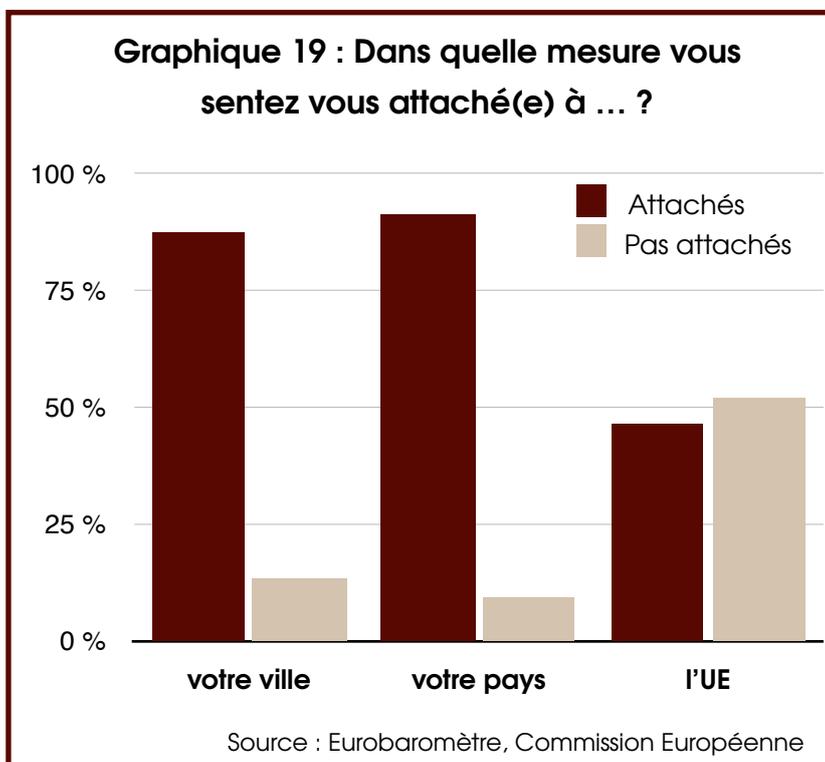
L'obstination de la classe politique européenne au pouvoir à vouloir sauver l'euro à tout prix pourrait cependant amener à "plus d'Europe" malgré une forte opposition.

Le déficit démocratique qui caractérise l'Union Européenne actuelle ne pourrait que se creuser, au profit d'une structure technocratique et autoritaire, un "despotisme éclairé et doux" pour citer Jacques Delors.

L'euro étant une expérience contre nature, son maintien ne pourra se faire que par la coercition.

La troïka, l'épisode chypriote ou le refus du référendum en Grèce en sont les témoins.

Par conséquent, la fédéralisation de l'Europe n'est pas envisageable économiquement et politiquement.



Les fausses solutions

Le moins que l'on puisse dire c'est que la volonté de sauver l'euro stimule la créativité. Beaucoup de choses ont été proposées mais la plupart seraient tout à fait inefficaces voire néfastes comme les "eurobonds", le financement des états par la BCE ou la division de l'euro en deux zones.

Si tant est que cela soit possible, la mise en commun des dettes serait une véritable erreur. L'harmonisation du taux d'intérêt au niveau de l'eurozone ferait certes baisser la charge de la dette pour des pays comme l'Espagne, l'Italie ou la Grèce, mais augmenterait automatiquement et considérablement celle de l'Allemagne et de la France. Mais le principal problème serait l'aléa moral qu'engendrerait une telle structure : un endettement garanti par l'Allemagne et la France à des taux plus faibles serait la porte ouverte à des excès de la part des pays du Sud.

Face à cette situation Standard & Poors avait d'ailleurs communiqué que s'ils venaient à exister, les eurobonds seraient notés comme des instruments spéculatifs.

Le financement des états par la BCE serait aussi une catastrophe en puissance. Le signal envoyé aux pays mal gérés serait que la zone euro dans son ensemble financerait leurs abus, avec à terme des effets économiques néfastes comme le montre l'Histoire. L'allocation de l'épargne est d'ailleurs très orientée vers les bons du trésors européens par le législateur : aucun collatéral pour l'achat d'un bon du trésor grec n'est nécessaire alors que cela est exigé pour l'achat d'actions.

Pour conclure, la division de l'euro en deux zones distinctes Nord-Sud réduirait les écarts de compétitivité à court terme mais créerait les mêmes rigidités qu'au sein de l'euro actuel. À moyen terme l'effet serait donc nul.

Le taux de change

Les taux de change des nouvelles monnaies suite à une dissolution de la zone euro sont assez faciles à prévoir sur le moyen terme. À court terme les fluctuations dépendront principalement de la stratégie choisie. Une dissolution complète, ordonnée, et pilotée conjointement par les banques centrales serait la moins volatile.

À l'intérieur de chaque économie, le plus probable et le plus simple est de choisir un taux de conversion de un pour un pour garder les mêmes repères. Par exemple un nouveau franc serait égal à un ancien euro de telle sorte que les étiquettes de prix n'auraient pas à changer. Les salaires et les dépenses seraient les mêmes mais en nouveaux francs.

Pour prévoir le taux de change d'équilibre du marché des changes, il suffit de comparer les productivités relatives, les coûts de production ou la parité des pouvoirs d'achat.

Pour la Grèce on peut s'attendre à une dépréciation de 30% à 40% par rapport au dollar, mais elle pourrait bien atteindre 50% ou 60% dans les semaines qui suivraient la dévaluation. Pour donner un ordre de mesure, les sacrifices faits ces dernières années sont l'équivalent d'une dépréciation de 10% à 15%.

Pour l'Allemagne le taux de change ne devrait s'apprécier que de 15% à 20%. Cependant en tant que valeur refuge, le nouveau Deutsche Mark pourrait très bien s'apprécier de 30% à 40% à court terme.

Pour la France il faut attendre une dépréciation de 15% à 20%.

Tableau 5 : Dépréciation/appréciation des monnaies nationales par rapport au dollar

Allemagne	+15 à +20%
Autriche	+10% à +15%
Belgique	-10% à -15%
Espagne	-25% à -30%
France	-15% à -20%
Grèce	-30% à -40%
Italie	-20% à -25%
Irlande	-5% à 0%
Pays-Bas	+10% à +15%
Portugal	-25 % à -35%

Source : Source: Eurostat, calculs

Les résultats sont résumés dans le tableau 5. Il est vital de bien comprendre une chose pour s'affranchir du catastrophisme ambiant : ces dépréciations sont toutes relatives et par rapport au niveau actuel de l'euro (1,37 dollar par euro début mai). Si l'euro se déprécie de 15% dans les prochains mois pour arriver à 1,17 dollar par euro (comme en 2005 par exemple) et qu'une dissolution est décidée à ce moment là, le nouveau franc français par rapport au dollar ne se déprécierait pas et les monnaies du sud de l'Europe se déprécierait moins. Le nouveau Deutsche Mark lui s'apprécierait davantage par contre. Une dépréciation de l'euro peut donc être considérée comme un outil pour ajuster l'échelle des dévaluations suivant une dissolution.

Notez que l'hyperinflation n'a pas frappé l'Europe lorsque l'euro était 15% inférieur. En effet une dévaluation ne signifie pas forcément inflation.

L'inflation

Une dépréciation du taux de change réduit le pouvoir d'achat seulement à l'international. Cela renchérit mécaniquement le prix des produits importés.

Cependant une dépréciation du taux de change de 15% ne signifie pas une inflation de 15% car :

- La majorité des biens que nous consommons ne sont pas importés (seulement 26,3% par rapport au PIB).
- Nous importons beaucoup de biens d'Europe et en cas de dissolution de l'euro les biens importés de l'Italie ou de l'Espagne seront moins chers car leur monnaie sera davantage dépréciée que la nôtre. À l'inverse ceux provenant d'Allemagne seront plus chers. L'effet combiné est donc à déterminer.
- Si un bien importé est substituable à un bien fabriqué en France, la dépréciation change seulement le prix relatif. Par exemple le prix d'une Volkswagen Golf à Wolfsburg augmentera, mais celui d'une Toyota Yaris fabriquée à Valenciennes augmentera beaucoup moins. Cela

favorisera la production française et limitera l'inflation car la part des produits importés diminuera.

- Le prix des produits non substituables augmentera. Les entrepreneurs français seront d'ailleurs davantage incités à les produire si cela est rentable. Concernant le prix du pétrole, ce dernier étant composé en majorité de taxes, l'État peut tout à fait moduler la fiscalité pour éviter une hausse du prix à la pompe.

Pour estimer l'inflation suite à une dissolution de l'euro il faut donc combiner tous ces effets. L'effet de substitution étant difficile à déterminer, les calculs sont présentés sans ce dernier et sont donc certainement surestimés (tableau 6).

L'inflation s'accélérait durant les premiers mois, mais si les banques centrales suivent une politique monétaire raisonnable nous devrions retrouver des taux d'inflation proche des inflations structurelles dès le 4^{ème} trimestre. Jacques Sapir a trouvé des résultats tout à fait similaire dans ses études.

Tableau 6 : Estimation de l'inflation suite à une dissolution de la zone euro

	Trimestre suivant une dissolution	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4
Allemagne	-5,7 %	-2,4 %	-0,3 %	1,0 %
Autriche	-5,5 %	-3,2 %	0,5 %	1,2 %
Belgique	10,7 %	9,6 %	6,1 %	2,6 %
Espagne	16,5 %	10,1 %	6,9 %	4,4 %
France	9,7 %	8,5 %	3,9 %	3,1 %
Grèce	35,9 %	16,0 %	10,1 %	4,8 %
Italie	11,0 %	9,8 %	4,4 %	3,5 %
Irlande	2,5 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
Pays-Bas	-6,0 %	-4,2 %	0,3 %	1,5 %
Portugal	30,8 %	18,9 %	8,0 %	4,5 %

Source : Source: Eurostat, OCDE, calculs

Il est certain que l'effet à court et à moyen terme d'une sortie de l'euro sur la croissance et l'emploi sera beaucoup plus bénéfique pour l'Europe du sud que pour celle du nord.

Ces paramètres sont cependant difficiles à estimer car ils dépendent de beaucoup d'autres : les réformes, l'environnement mondial, la politique monétaire, les modalités de sortie etc.

À court terme l'activité sera soutenue dans la périphérie et en France par les exportations qui relanceront la croissance et l'emploi. Le chômage devrait commencer à se résorber dès le premier trimestre. Cependant cette expansion se dissipera peu à peu car les effets du taux de change sont limités dans le temps. À moyen et à court terme, le retour au franc ramènera de la flexibilité mais pas de croissance.

Ce rapide gain de croissance est seulement le moyen de "financer" les ajustements et les réformes nécessaires. Si cela n'est pas fait on peut s'attendre à des dévaluations continues qui elles sont destructrices de richesses.

Les partis politiques actuellement favorables à la sortie de l'euro en France le sont principalement pour éviter d'avoir à faire ces ajustements nécessaires et impopulaires. Chaque pays a en effet ses propres problèmes structurels et une dette importante qu'il faut impérativement diminuer.

Le commerce intra-européen risque de diminuer suite au démantèlement de l'euro pour les premiers trimestres de la volatilité des changes. L'augmentation des

exportations des pays du sud se fera principalement vers le reste du monde en croissance (principalement l'Asie).

Un retour au franc sans réforme condamnerait le pays à la dévaluation continue et à la paupérisation.

Financer son ajustement par une dévaluation (qui ne serait en fait qu'un retour à un taux de change naturel), est quelque chose que beaucoup de pays qui ont connu des difficultés similaires aux nôtres ont fait.

Les réussites ne manquent pas et exemples les plus récents sont le Canada et la Suède, qui tous deux connaissaient une hypertrophie de l'État, une croissance anémique, des déficits considérables ainsi qu'une dette conséquente. Leur monnaie n'était pas surévaluée mais un ajustement sans dévaluation aurait eu un coût social conséquent et des effets beaucoup plus incertains.

Au Canada, après une dévaluation d'environ 20%, un poste de fonctionnaire sur six a été supprimé au niveau fédéral et les budgets des ministères ont été baissés de 20% en moyenne en 3 ans. Le résultat fut une baisse durable du chômage, un surplus budgétaire au bout de 3 années et aucune accélération de l'inflation ni panique sur le marché obligataire.

Certaines estimations ont été faites sur la croissance et l'emploi suite au démantèlement de la zone euro. Celles de M. Sapir sont disponibles sur internet même si elles nous paraissent un peu trop optimiste.

La dette

Le principal argument des opposants à la sortie de l'euro est l'impact que cela aurait sur notre dette envers l'étranger, qu'elle soit publique ou privée. C'est en effet un point épineux. Actuellement libellée en euro, le retour à un nouveau franc dévalué de 15% ou 20% renchérirait selon eux la dette dans une même proportion, ce qui est tout à fait faux au regard du droit.

Pour comprendre pourquoi il est nécessaire de clarifier deux concepts : la *lex monetae* et la compétence législative.

La *Lex monetae* est un principe juridique international reconnu issu du droit anglais qui stipule qu'un État détermine lui-même la monnaie qu'il utilise. Ses implications sont majeures en particulier en ce qui concerne les contrats : tout changement de monnaie a pour effet une relibellisation nominale et non réelle des contrats de droit national dans la nouvelle monnaie. De plus, cela ne peut pas être considéré comme un défaut selon Morgan Stanley.

La compétence législative détermine quant à elle la loi qui sera appliquée à tout litige. En effet, en droit international le juge saisi n'applique pas forcément sa propre loi. Par défaut la compétence législative est celle de la juridiction stipulée dans le contrat.

Il est tout à fait impossible aujourd'hui de déterminer dans quelles conditions cela arriverait : une sortie unilatérale, multilatérale ou une dissolution complète. Cependant, il nous est possible de déterminer les conséquences juridiques de chaque situation.

Si d'un point de vue légal, il est officiellement impossible de sortir de l'euro sans sortir de l'Union Européenne, au nom de la *lex monetae*, n'importe quel État peut aujourd'hui décider d'émettre sa propre monnaie sans aucun étalon prédéfini. Quelles que soient les modalités de sortie, la *lex monetae* est un principe juridique qu'un État peut difficilement refuser à un autre. En pratique cela est donc tout à fait possible en s'appuyant sur le droit.

Dans le pire des cas la dette publique française augmenterait de seulement 4%, conformément au droit international.

Une fois ce principe accepté, toutes les dettes de droit national des pays sortant de l'euro seraient relibellées dans leurs nouvelles monnaies respectives. Cela concerne près de 97% de nos obligations selon Nomura.

Si par exemple il est décidé d'un taux de conversion de 1 euro = 1 nouveau franc, les 2000 milliards d'euro de dette de notre dette publique deviendraient 2000 milliards de dette publique en nouveaux francs, à rembourser en francs.

Cependant, pour les 3% des contrats qui relève du droit étranger, ce principe peut entrer en conflit avec le droit des contrats. Les conséquences dépendent de la survie de l'euro en tant que moyen de paiement et des conditions contractuelles.

Si l'euro disparaît complètement aucun paiement n'aura plus lieu dans cette devise. La monnaie avec laquelle nos dettes devront être remboursée ainsi que le taux de conversion seront donc négociés avec nos créanciers ou décidés en cour de justice.

Si l'euro ne disparaît pas en tant que moyen de paiement car il continue d'être utilisé par une grande partie de l'eurozone, le remboursement devra s'effectuer en euros. Un pays peut cependant invoquer la *lex monetae* pour négocier ou laisser les tribunaux décider.

La dette n'augmentant pas, nos créanciers assumeront la perte liée à la convertibilité et aux taux de change.

Un détenteur américain de bons du trésor français perdra donc 15% en valeur réelle.

Cela n'est légalement pas un défaut et ne peut pas être considéré comme une atteinte au droit de propriété.

En effet si les pays s'acquittent d'un taux d'intérêt c'est parce que tout prêt représente un risque et que ce dernier doit être rémunéré. Cependant, le créancier doit aussi l'assumer lorsque celui-ci se matérialise.

Il est très intéressant de noter que Mario Draghi, président de la Banque Centrale Européenne, a déclaré dans son discours du 26 juillet 2012 qu'il existait sur les taux d'intérêt des obligations européennes une prime de risque pour la convertibilité, avouant à demi-mot que les marchés anticipent déjà la fin de la monnaie commune.

Les conséquences d'une fin de la zone euro telle qu'elle est aujourd'hui sur notre dette sont résumées dans le tableau 7.

La question se pose aussi en ce qui concerne les taux d'intérêt suite à une sortie de l'euro. Les marchés nous sanctionneront-ils par une hausse des taux ? La France ayant d'importants déficits pourrions-nous continuer à nous financer à court terme ?

Il est peu probable que les taux augmentent fortement pour deux raisons :

- Les taux d'intérêt sont relatifs. Par conséquent la dette française demeurera toujours plus attractive que l'espagnole ou la grecque.
- Le risque de défaut diminue car la croissance revient, ce qui fait baisser les taux.

Tableau 7 : conséquences d'une sortie de l'euro sur les dettes

	Dissolution partielle : l'euro demeure une devise utilisée par une partie importante de l'eurozone.	Dissolution complète : l'euro cesse d'exister
Bons du trésor, prêts etc. émis sous droit international ou étranger (3%)	Remboursement en euro. Renégociation des termes possible en invoquant la <i>lex monetae</i> .	Remboursement en nouveaux francs ou dans une monnaie étrangères, avec un taux de conversion déterminé par le contrat ou négocié.
Bons du trésor, prêts etc. émis sous droit français (97%)	Relibellisation dans la nouvelle devise nationale. Aucune augmentation de la dette.	

Source : Nomura, Ashurst, UBS

Qui paiera ?

Une sortie de l'euro a bien évidemment un coût.

Les détenteurs d'actifs étrangers du sud de l'Europe devront assumer une perte suite à la dévaluation. À *contrario* les détenteurs étrangers d'actifs allemands ou finlandais y gagneront.

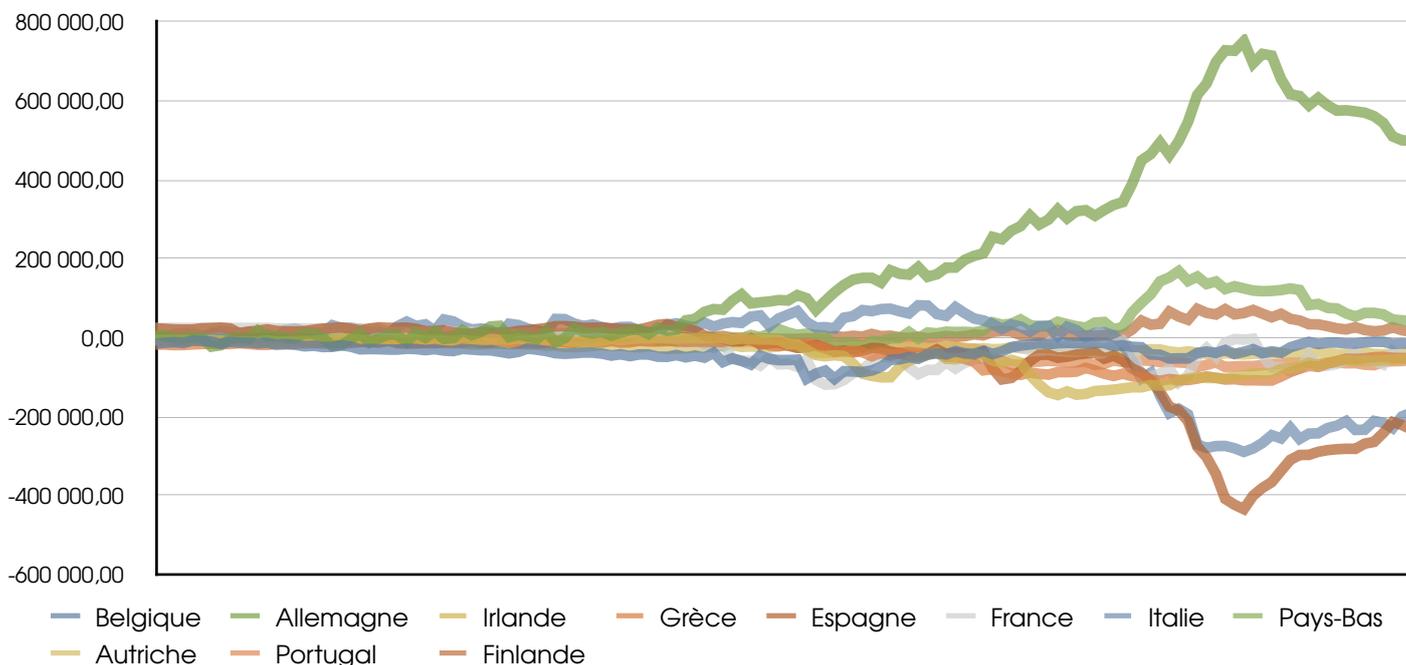
En France les banques et les assurances sont exposées à la dette privée ou publique de pays de la zone euro à hauteur de 1200 milliards. Relativement au nouveau franc ces actifs s'apprécieront ou se déprécieront mécaniquement et nos calculs suggèrent une perte de 14,9 milliards d'euros (estimation tout à fait comparable à celle de M. Sapir de 16 milliards). À ceci il faut ajouter les pertes sur le Fond Européen de Stabilité Financière et du Mécanisme Européen de Stabilité (17 milliards environ), ainsi que sur la balance TARGET2 (Graphique 20).

Tableau 8 : Estimation des pertes des banques françaises suite à une dissolution de l'euro

	Exposition en milliards d'euros	Perte/Gains en milliards d'euros
Grèce	44,3	-6,6
Portugal	21,8	-2,2
Espagne	114,7	-11,5
Irlande	27,5	2,8
Italie	332,3	-66,5
Belgique	223,9	-22,4
Autriche	15,8	4,0
Allemagne	210,0	52,5
Finlande	7,2	2,2
Luxembourg	78,2	3,9
Pays-Bas	116,1	29,0
Total	1191,8	-14,9

Source : European Banking Authority

Graphique 20 : Balances TARGET2 intra-euro (en millions d'euros)



Source : Eurostat

Target 2 est un système de paiement bancaire mis en place par l'Union Européenne. Avec la crise financière et celle des dettes publiques, les capitaux ont commencé à fuir et les banques de la périphérie se sont retrouvées en manque de liquidité. Ce système complexe et méconnu a été le moyen pour les banques de la périphérie en manque de liquidité d'en obtenir auprès de l'Eurosystème.

L'Allemagne connaît un important débat sur TARGET2 car ce système fait peser un risque considérable sur leur banque centrale, principal créancier. La situation s'est un peu améliorée depuis mais en cas de défaut ou de sortie de l'euro, des pertes s'engageraient. Ces dernières seraient à la charge de l'eurosystème dans son ensemble en fonction des parts de chaque pays conformément à l'article 33 des statuts du Système européen de banques centrales et de la BCE. La France devrait donc assumer 20% des pertes, que nous estimons à environ 22 milliards d'euros s'il y a dissolution complète sans défaut.

Ces estimations sont cependant à prendre avec des pincettes car une dissolution de la zone euro s'accompagnera de négociations. En cas d'explosion désordonnée, rien n'est prévisible et les défauts de plusieurs pays pourraient faire croître ces coûts considérablement. C'est pourquoi la solution de la dissolution ordonnée est préférable.

Nous arrivons donc à un coût total de 53,9 milliards d'euros pour la France. C'est l'équivalent du coût actuel du maintien de l'euro qui se chiffre entre 48 et 54 milliards. Globalement le principal payeur sera l'Allemagne, mais le coût du maintien de

l'euro étant croissant et de plus en plus à sa charge, elle s'y retrouvera à moyen terme.

Mieux vaut faciliter le paiement des dettes par un retour aux monnaies nationales et à la croissance que de précipiter les états vers un défaut généralisé.

Conclusion : la fin de l'euro c'est la renaissance de l'Europe

L'euro a échoué et ce n'est guère une surprise pour beaucoup d'économistes.

En accentuant des problèmes structurels difficilement solubles, il a favorisé une partie de l'Europe au détriment d'une autre et nous en payons aujourd'hui le prix : la menace d'une dépression et d'un retour des nationalismes étatiques.

Certes l'euro n'est pas le seul responsable. La Grèce a triché et des gouvernements démagogiques ont continué à dépenser et à retarder les réformes nécessaires. Mais il nous est impossible de sortir de cette situation en restant dans cette construction contre nature, ce Frankenstein financier qu'est l'euro.

Il est vital de ne pas se laisser polluer par la peur que souhaitent instiller les tenants du débat public sur cette question.

La sortie de l'euro, si elle est concertée, organisée et accompagnée de réformes courageuses, n'amènera ni l'hyperinflation, ni la ruine de l'épargnant, ni l'explosion de la dette. Elle sera au contraire un nouveau souffle.

Les nations européennes n'ont nullement besoin d'une monnaie commune pour être en paix, commercer et échanger. L'erreur n'est pas de vouloir sortir de l'euro, mais de maintenir un projet politique visant à créer un monstre technocratique par la force monétaire.

Au lieu de laisser les gouvernements et les peuples assumer leurs erreurs, la construction européenne a choisi l'union par la coercition, la solidarité par la contrainte.

C'est avoir bien peu confiance en les valeurs communes qui nous ont unis depuis plus d'un demi siècle que de croire qu'elles s'évaporeront avec la disparition d'une monnaie.

La fin de l'euro redonnerait surtout bien plus que de la croissance aux peuples européens : leurs démocraties et de l'espoir. Ce ne serait pas la fin de l'Europe, ce serait au contraire sa renaissance.

Mais faisons vite. Plus le temps passe, plus la lumière au fond du tunnel s'estompe.

ARTUS (2013). *Le mythe de la sortie de crise*, recherche économique Natixis.

ARTUS (2012). *Peut-on critiquer l'excédent extérieur de l'Allemagne ?*, recherche économique Natixis.

ARTUS (2012). *La solidarité avec les autres pays de la zone euro est-elle incompatible avec la stratégie fondamentale de l'Allemagne : rester compétitive au niveau mondial ? La réponse est oui*, recherche économique Natixis.

ARTUS (2012). *Honnêtement, ne serait-il pas plus raisonnable de casser l'euro ?*, recherche économique Natixis.

ARTUS (2011). *Pourquoi les Unions Monétaires sans fédéralisme se font puis se défont ?*, recherche économique Natixis.

ASHURST LONDON (2012). *Exiting the Euro - the legal consequences*.

BAGUS (2010). *The Tragedy of the Euro*, Ludwig Von Mises Institute.

BAUER (2006). *Estimating GSP and Labor Productivity by State*, Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Papers.

BCE (2008). *10^{ème} Anniversaire de la BCE*, Bulletin Mensuel,.

BELKE (2014). *Exit Strategies and Their Impact on the Euro Area*, RUHR Economic Papers.

BOOTLE (2012). *Leaving the euro: A practical guide*. Wolfson Economics Prize MMXII by Capital Economics

CABOTTE (2002). *Le statut juridique de la monnaie unique*, Bulletin de la Banque de France n°108, Décembre 2002.

CECCHETTI, McCAULEY, McGUIRE (2012). *Interpreting TARGET2 balances*, BIS Working Papers

CONNOLLY (1995). *The Rotten Heart of Europe: The Dirty War for Europe's Money*, Faber & Faber.

DOR (2011). *Les prêts gigantesques de la Bundesbank aux banques centrales des pays en détresse de la zone euro*, IEASEG Working Paper Series.

ESTER, KRIEGER (2008). *Comparing labor mobility in Europe and the US: facts and pitfalls*, publications Steunpuntwse.

HIGGINS, KLITGAARD (2014). *The Balance of Payments Crisis in the Euro Area Periphery*.

KAWALEK, PYTLARCZYK (2013). *Controlled dismantlement of the Eurozone*, National Bank of Poland Working Paper n°155.

KOUPARISTAS (2001). *Is the United States an optimum currency area? an empirical analysis of regional business cycles*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2001-22.

MAULDIN (2012). *A Primer on the Euro Breakup: Default, Exit and Devaluation as the Optimal Solution*, Variant Perception research.

MUNDELL, *Une théorie des zones monétaires optimales*, Revue Française d'Économie, vol. 18, 2003.

MURER, SAPIR (2013). *Les scenarii de la dissolution de l'euro*, Fondation Res Publica.

NOMURA (2012). *Currency Risk in the Eurozone: Accounting for break-ip and redomination risk*.

PEETERS, ARD DEN REIJER (2011). *On wage formation wage flexibility and wage coordination : A focus on the wage impact of productivity in Germany, Greece, Ireland, Portugal, Spain and the United States*, MPRA RePEC Archive.

SAPIR (2012). *Faut-il sortir de l'euro ?*, Éditions du Seuil.

UBS Investment Research (2010). *How to break up a monetary union*.

WESTERMANN (2014). *Discussion of "TARGET2 and Central Bank Balance Sheets"*, Working Paper 99, Institute of Empirical Economic Research

WHELAN (2012). *TARGET2 and the Euro Crisis*.

