

Février 2017



# Pourquoi et comment l'euro détruit l'Europe

Charles Gave

Romain Metivet



INSTITUT DES LIBERTÉS

LE MOMENT EST ARRIVÉ

- Résumé p.2
- Introduction : la fin de l'horreur ou l'horreur sans fin p.3
- Première Partie : la notion de monnaie p.6
- Deuxième Partie : bilan de l'euro après 20 ans p.10
- Troisième Partie : la sortie ou la fin de l'euro p.20
- Conclusion p.28

Pour toute question à propos de ce rapport, merci d'écrire à :

**[info@institutdeslibertes.org](mailto:info@institutdeslibertes.org)**

## A propos des auteurs :



### **Charles Gave**

Economiste et financier, Charles Gave s'est fait connaître du grand public en publiant un essai pamphlétaire en 2001 "Des Lions menés par des ânes" (Éditions Robert Laffont) où il dénonçait l'Euro et ses fonctionnements monétaires. Son dernier ouvrage "Sire, surtout ne faites rien" aux Editions Jean-Cyrille Godefroy rassemble les meilleures chroniques publiées sur le site de l'Institut des Libertés. Il est le fondateur et président de Gavekal ([www.gavekal.com](http://www.gavekal.com)).



### **Romain Metivet**

Diplômé en économie de l'Université Bocconi, Romain Metivet travaille actuellement dans la recherche économique et l'analyse de données. Il est l'un des lauréats de la bourse Tocqueville.

- 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**.
- Malgré toutes les interventions de la Banque Centrale Européenne, **le système demeure divergent**, et **tout système divergent explose** à un moment donné.
- Le "saut fédéral" européen est **politiquement impossible** et serait **économiquement inefficace**.
- "L'Allemagne paiera", slogan très populaire, ne se rend pas compte de la réalité économique et démographique de la première puissance économique européenne: dans l'état actuel **le maintien de l'euro coûterait davantage que les réparations d'après guerre**.
- Les nouvelles règles européennes font **qu'une partie de la dette pourrait augmenter** en cas de **sortie unilatérale**. Le risque inflationniste est quant à lui très hétérogène mais limité en France.
- Une **dissolution ordonnée** de la zone euro est **préférable**.
- 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**.

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 toute simple : l'euro a amené les économies du vieux continent dans une horreur sans fin.

L'euro est tout simplement une erreur gigantesque commise par une technocratie devenue folle car personne ne la contrôlait dans ses efforts de créer un Etat Européen dont les peuples ne voulaient pas.

Et cette erreur il nous faut la corriger. Rien de plus, rien de moins.

Mais il faut se souvenir que l'Europe des nations et de la subsidiarité qui a précédé celle des fonctionnaires et des technocrates avait été un grand succès. Et donc, l'Europe fondée sur les principes du respect des souverainetés nationales et de la subsidiarité, dans la lignée de ce que voulaient de Gasperi, Adenauer ou Schuman, est ce qu'il nous faut retrouver.

Et pour cela, il faut tuer l'euro. C'est ce que nous allons nous attacher à démontrer.

L'euro c'est en effet le retour des conflits et du nationalisme puisque celui qui a des excédents de ses comptes courants (aujourd'hui, c'est l'Allemagne) est le « vainqueur » et donne les ordres aux autres, ce qui veut dire que l'euro favorise le mercantilisme au détriment du libre échange et donc tue toute croissance.

Il est aisé de comparer la construction de l'euro à celle de la ligne Maginot, censée nous protéger contre les invasions allemandes. Nous en constatons chaque jour le flamboyant succès : la monnaie européenne détruit l'Europe que nous aimons tous, celle de la diversité, et viole les souverainetés nationales pour forcer chaque nation à se fondre dans un monstre technocratique que les peuples rejettent...

Il est coutume d'entendre qu'il serait impossible de « revenir en arrière ». C'est ce que l'on entendait dire déjà pour l'URSS à la fin des années 80. Une telle assertion est infirmée par toutes les expériences historiques (cf. le Reich de mille ans ou le Marxisme comme horizon indépassable de la pensée humaine) et s'accompagne en



général d'une propagande extraordinairement violente pour essayer de maintenir une situation dont tout le monde sait qu'elle est intenable.

Mais ce qui ne peut pas durer en général ne dure pas.

Dans ce dossier, nous allons procéder en 3 étapes.

- La première partie reviendra sur l'idée que la notion de monnaie est indissociable de celle de nation : aucune monnaie plurinationale, du dinar yougoslave à la roupie du Golfe, n'a jamais survécu dans l'Histoire. Et comme l'euro ne s'adosse à aucune nation, il est voué à l'échec de par sa construction. En termes simples l'euro est vicié dans son essence et ne peut survivre puisqu'une monnaie ne peut être que nationale.
- La deuxième partie, illustrée par de nombreux graphiques, fera un bref bilan historique de l'impact de l'euro sur les différentes économies en Europe. Notre but sera de montrer aussi clairement que possible que les économies européennes DIVERGENT naturellement depuis la création de la monnaie unique. Tout système divergeant « naturellement » finit toujours par exploser. Le calme relatif de ces dernières années obtenu à grands coups d'interventions monétaires par la Banque Centrale Européenne dissimule en fait une détérioration constante des équilibres inters-européens et tout cela ne peut finir que par la disparition du monstre...
- Enfin dans la troisième partie nous aborderons les questions juridiques et économiques qu'il faudra traiter pour sortir de ce piège infernal. Bien entendu cette partie sera la plus faible de cette étude et pour une raison très simple : Nous savons que les monnaies multinationales échouent toujours. Nous savons aussi que les économies européennes à cause de l'euro divergent de plus en plus. Par contre, nous n'avons AUCUNE idée de la façon dont les différents gouvernements européens et Bruxelles vont réagir quand l'inévitable se produira. Nous essaierons de nous appuyer sur notre connaissance du Droit et des marchés financiers pour dessiner une carte des possibles, mais sans grand enthousiasme, il nous faut l'avouer. Nous savons enfin que tout cela se terminera par le retour aux monnaies nationales, et nous savons à peu près où nous en sommes aujourd'hui. Comment allons-nous passer dans la réalité de l'euro aux monnaies nationales reste cependant extrêmement brumeux.

Dans toute cette démarche, nous essaierons d'éviter deux écueils :

- Le premier, c'est de ne pas réussir à expliquer que nous sommes profondément Européens et que nous pensons qu'il serait préférable que l'euro disparaisse de façon ordonnée pour contenir les risques sociaux, économiques et géopolitiques inhérents à une fin dans le désordre.
- Le second est d'être assimilé à ceux qui veulent mettre à mort l'Europe pour retourner à une nation repliée sur elle-même et dans laquelle la toute puissance de l'Etat ne connaîtrait aucune limite.

Pour nous, rien ne serait pire.

## La nature de la monnaie

D'un point de vue philosophique, le débat sur ce qui donne de la valeur à la monnaie entre Platon, qui définissait la monnaie comme une convention sociale, et Aristote, convaincu que la monnaie devait avoir une valeur intrinsèque, continue à faire rage entre économistes.

Pour ce qui nous concerne, la monnaie est une convention sociale trouvant sa légitimité dans l'existence d'une volonté de vivre ensemble, c'est-à-dire d'une nation, les nationaux déléguant à l'Etat le monopole de la violence légitime pour protéger les citoyens. Pour se charger de ses tâches, cet état a besoin de lever des impôts qui seront libellés dans la monnaie nationale. Une monnaie n'a de valeur que par la capacité que l'Etat a de lever des impôts sur les nationaux.

Et donc la monnaie et la volonté de vivre ensemble sont l'envers et l'endroit de la même réalité (rendez à César ce qui est à César... voir plus bas).

Ce point de vue est minoritaire chez les économistes libéraux.

Mais le consensus est total entre tous les économistes libéraux ou pas en ce qui concerne les fonctions de la monnaie.

## Les fonctions de la monnaie

La monnaie doit :

- Être un moyen de paiement : pour faciliter les échanges par rapport au troc ou au transport de pièces d'or, il faut que la monnaie soit facilement utilisable et universellement acceptée.
- Etre une réserve de valeur : afin de permettre l'épargne, il faut que la valeur de la monnaie demeure stable dans le temps.
- Etre une unité de compte : la monnaie donne aux acteurs économiques via les prix des informations essentielles pour qu'ils puissent faire leurs choix.

Sur ces trois points, l'euro a aujourd'hui indiscutablement toutes les fonctions d'une monnaie. Mais il n'en a pas la fondation car c'est une monnaie sans nation.

## **L'identité Nation Monnaie**

D'un point de vue historique, la monnaie est apparue au fil des siècles comme un attribut de la souveraineté 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<sup>ème</sup> siècle afin de payer la rançon du Roi de France, capturé par les anglais.

En tant que telle, l'émission de monnaie serait donc une des prérogatives que l'ensemble des citoyens serait prêt à déléguer à une « banque centrale » au même titre par exemple que le monopole de la violence légale est confiée à la police sous le contrôle des juges et de l'électorat.

Rappelons 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 le rouble soviétique.

Créer l'euro était donc non pas un saut dans l'inconnu mais une vraie attaque contre la notion de nation souveraine, et cette attaque fut consciente et volontaire. En fait, les technocrates européens ont perpétré un véritable coup d'Etat à la fin des années 80, avec le soutien actif d'une grande partie de la classe politique.

Ce coup d'Etat contre les souverainetés nationales est en train d'échouer, et il ne pouvait pas en être autrement.

Si deux leçons peuvent être tirées de ces réflexions sur la monnaie, ce sont les suivantes :

- La monnaie est une convention sociale dont le corps social doit garantir la gestion de façon décentralisée et indépendante du pouvoir politique. Tout comme la justice, la monnaie n'appartient pas à l'Etat mais il a la responsabilité de son bon fonctionnement.
- Une nation ne peut subsister sans monnaie et inversement. Enlever la monnaie nationale à un peuple, c'est attaquer sa volonté de vivre ensemble et donc son existence en tant que nation.



## Le prix de la monnaie

Dans un système international, chaque monnaie est toujours associée à deux prix : Un taux d'intérêt et un taux de change.

Ces deux "prix" sont de loin les plus importants de tout le système économique car de ces deux prix dérivent tous les autres prix qui conditionnent les décisions des acteurs économiques et les équilibres commerciaux.

- Le premier prix, le taux d'intérêt, fait rentrer le temps dans le calcul économique. Ce qui permet de comparer le présent et le futur.
- Le deuxième prix fait rentrer la géographie dans les calculs. La France et l'Allemagne ont des frontières géographiques bien distinctes. D'un côté du Rhin, la loi française s'applique, de l'autre la loi allemande. La France a deux fois plus de fonctionnaires pour 10000 habitants que l'Allemagne. Si cela est le prix à payer pour que le contrat social perdure en France, je n'ai rien à dire. Mais ces fonctionnaires supplémentaires seront payés « in fine » par le système productif français, qui du coup sera moins rentable que son concurrent allemand. Avoir un taux de change fixe entre les deux pays, c'est donc condamner à mort les entreprises françaises en concurrence avec des entreprises allemandes. La France peut décider démocratiquement d'avoir deux fois plus de fonctionnaires que l'Allemagne. Elle peut tout aussi démocratiquement décider d'avoir un taux de change fixe avec l'Allemagne. Mais elle ne peut pas avoir les deux à la fois, il faut choisir : ou forcer les Allemands à payer nos fonctionnaires (pourquoi accepteraient-ils ?), ou virer la moitié des fonctionnaires français ou condamner l'appareil de production français à la disparition. Pour l'instant les autorités françaises ont choisi la disparition de l'appareil de production au plus grand profit des entreprises allemandes, ce qui est un FAIT.

Comme chacun le voit, l'euro a totalement faussé ces DEUX prix, ce qui veut dire que les économies européennes n'ont plus d'outils d'ajustement entre elles et que donc elles ne peuvent que diverger...

Le "saut fédéral" européen, solution souvent avancée pour résoudre la crise actuelle, est bien sûr une tentative de doter l'euro de ce qui lui fait politiquement défaut : un Etat Européen qui ferait des transferts en Europe un peu comme entre l'Alsace et la Corse.

Mais l'Etat, qui organise ces transferts, n'est supporté par la population que s'il correspond à une Nation, c'est-à-dire à une volonté de vivre ensemble. Les transferts

nécessaires à une telle politique seraient tellement gigantesques ( plus de 3 % du PIB allemand année après année) pour que l'euro survive que l'on peut considérer qu'ils n'auront jamais lieu.

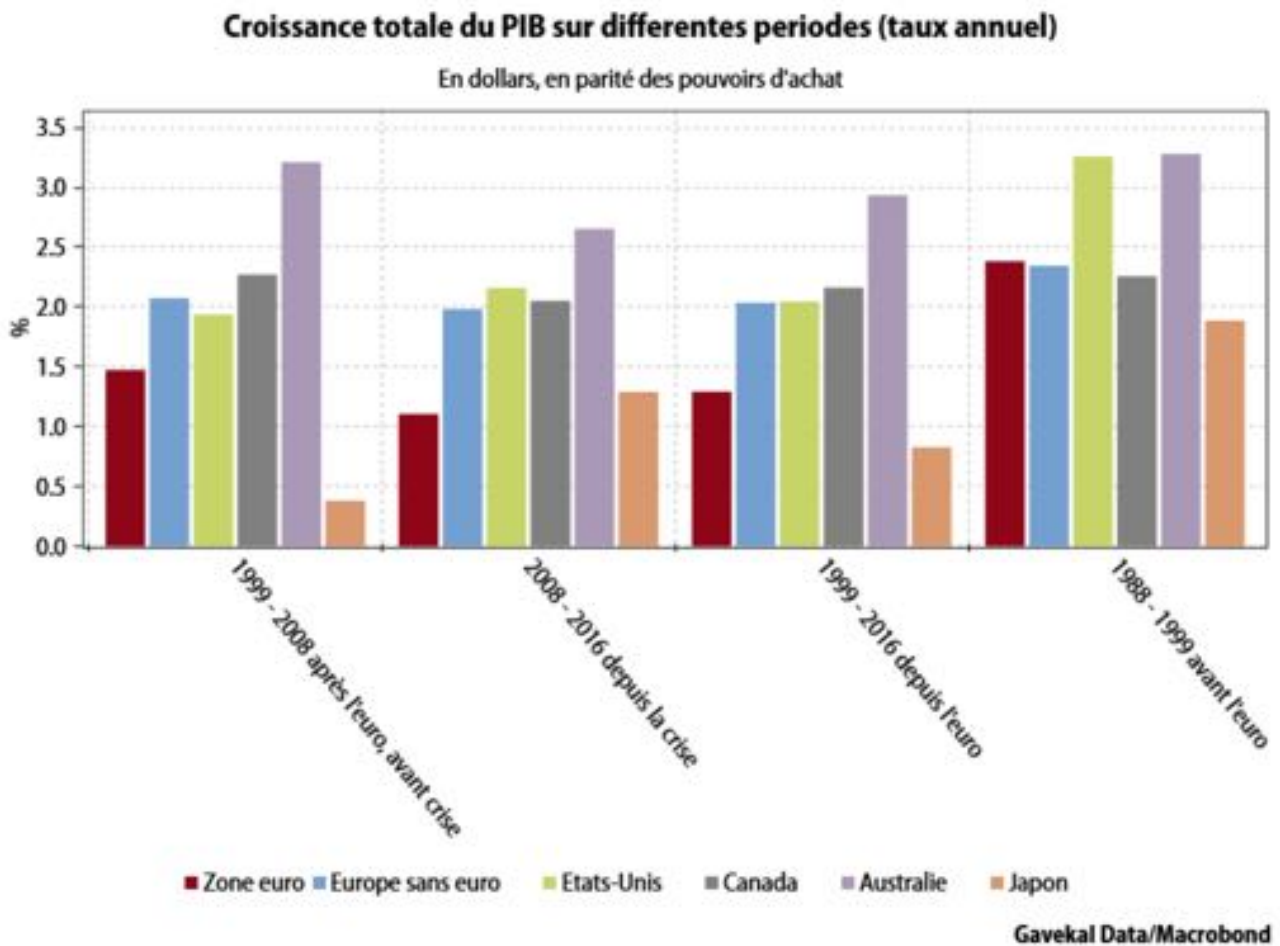
L'Europe n'est pas une nation, mais une Civilisation et la solidarité entre nations n'existe pas. Comme le disait de Gaulle : « les Nations n'ont pas d'amies ». La solidarité entre nations est et a toujours été une illusion.

Ne pouvant satisfaire à la relation entre monnaie et nation et créant des déséquilibres économiques insoutenables entre des souverainetés étatiques différentes, l'euro ne peut en aucun cas être considéré comme une construction viable.

Dans la deuxième partie, nous allons maintenant montrer un peu sous la forme d'une bande dessinée, comment l'euro a détruit l'Europe des nations en détruisant les économies de tous les pays ayant une productivité du travail inférieure à celle de l'Allemagne.

# Bilan de l'euro après 20 ans

Une des grandes promesses de l'euro était bien entendu une accélération de la croissance économique en Europe. Résultat ? Si l'on regarde les taux de croissance sur différentes périodes pour les différentes économies développées, le constat est sans appel : mis à part le Japon, la zone euro est la lanterne rouge de la croissance mondiale depuis l'introduction de la monnaie européenne.



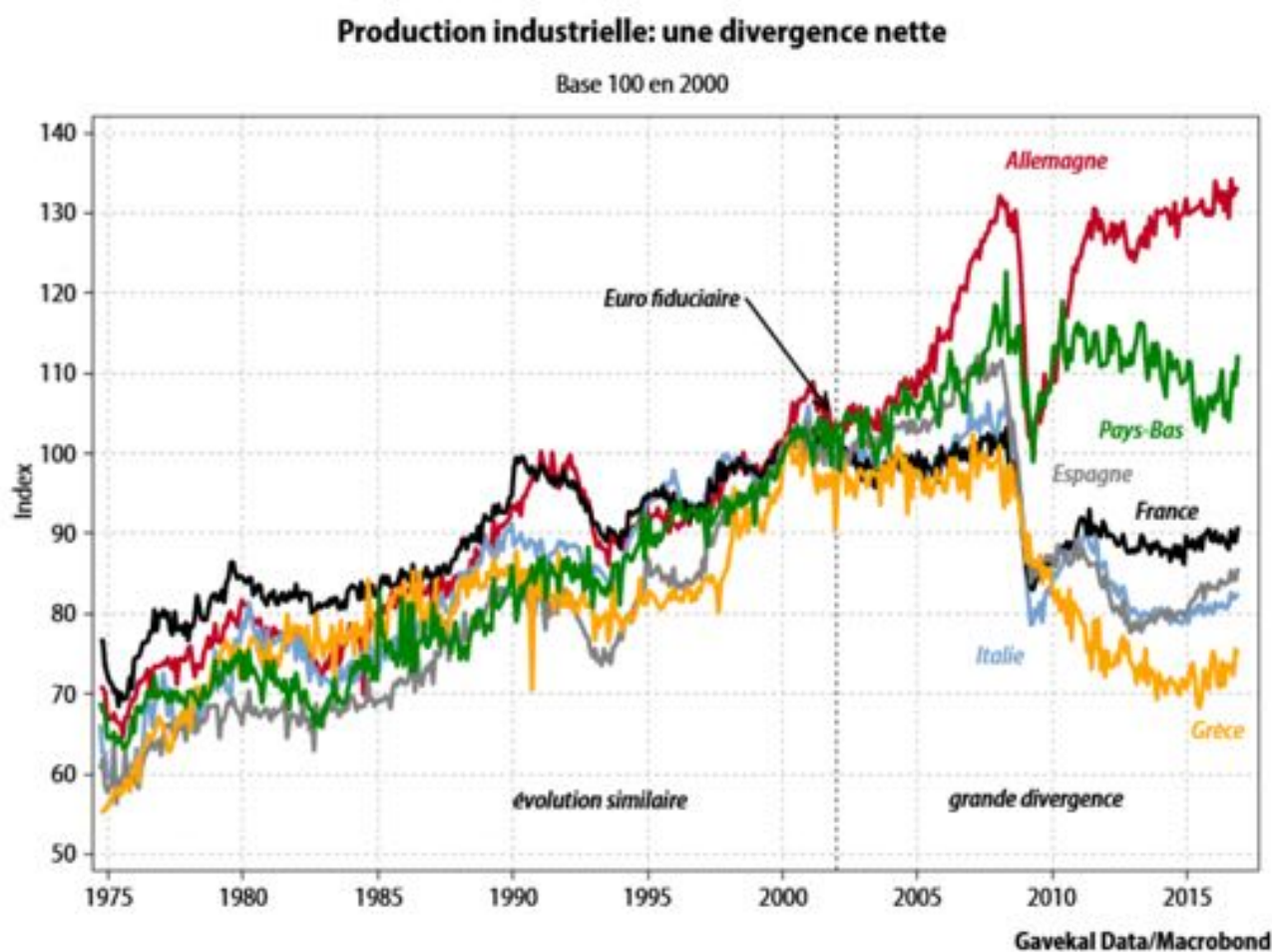
On peut également noter :

- Une croissance très similaire entre les différents groupes avant la création de l'euro.
- La surperformance des pays en Europe qui n'ont pas adopté l'euro (Royaume-Uni, Suède, Suisse, Danemark et Norvège).
- La très belle performance de l'Australie, pays qui a toujours laissé son taux de change complètement libre pour absorber les chocs et qui n'a connu aucune récession depuis près de 26 ans.

Une autre promesse de l'euro était de faire converger les économies européennes. Comme tant de choses concoctées par des technocrates, le résultat est le strict opposé de celui que l'on nous annonçait comme certain.

Comme on peut le voir sur le graphique suivant, les économies évoluaient de façon tout à fait similaires de 1975 à 2000 et convergeaient de façon fort naturelle jusqu'à l'introduction de l'euro, notamment sur le plan de la production : les taux de change et d'intérêts s'ajustaient pour redonner une compétitivité satisfaisante aux pays les plus faibles et assurer un équilibre au sein du continent.

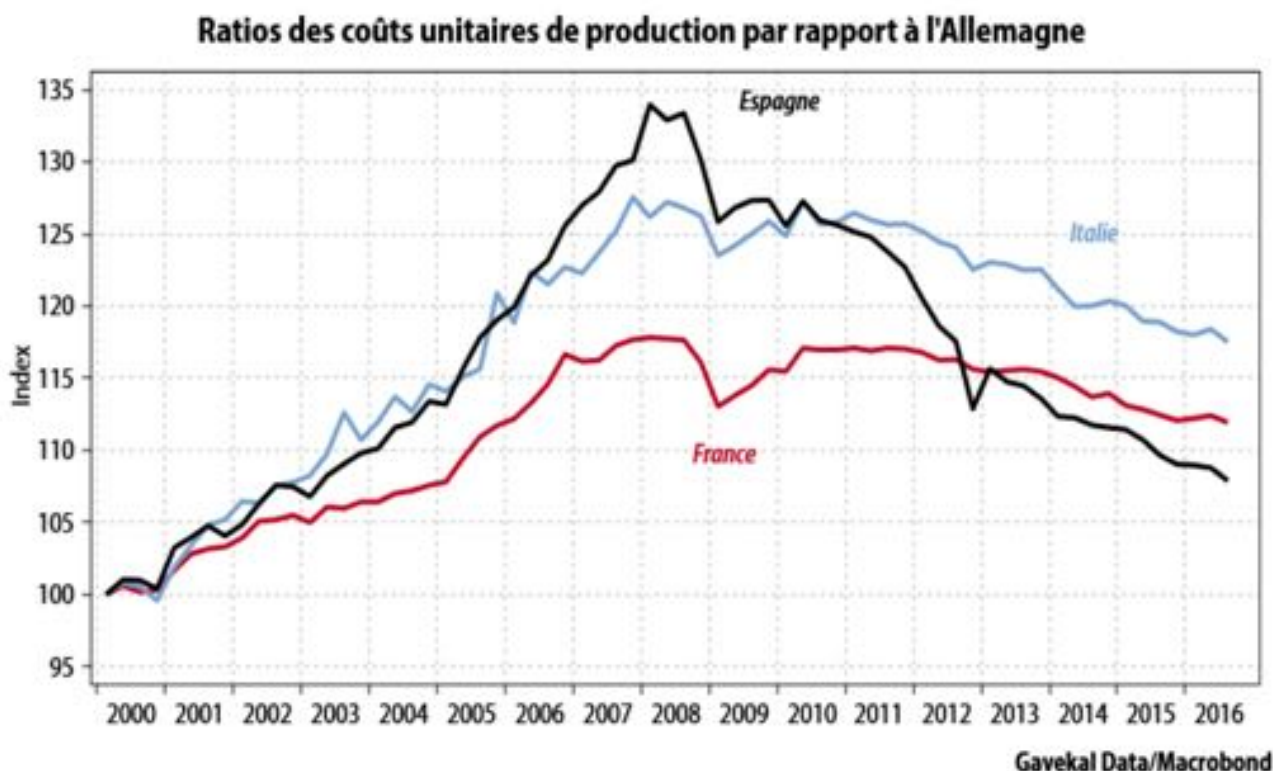
Depuis l'introduction de l'euro, nous sommes bien dans un système divergent qui comme tous les systèmes divergents dans l'histoire est destiné à exploser.



Cela peut s'expliquer par le fait qu'avec une monnaie unique, il est impératif que tous les membres de l'eurosystème suivent la même politique. C'est-à-dire que chaque Etat national abandonne tout moyen d'action et sur la politique du crédit et sur le budget. Ce qui n'a jamais été le cas.

Par exemple, lorsque l'Allemagne a décidé en 2003 de peser sur la consommation interne pour soutenir la production et les exportations avec les réformes Hartz, elle l'a

fait sans aucune consultation extérieure et donc les déséquilibres intereuropéens se sont amplifiés.



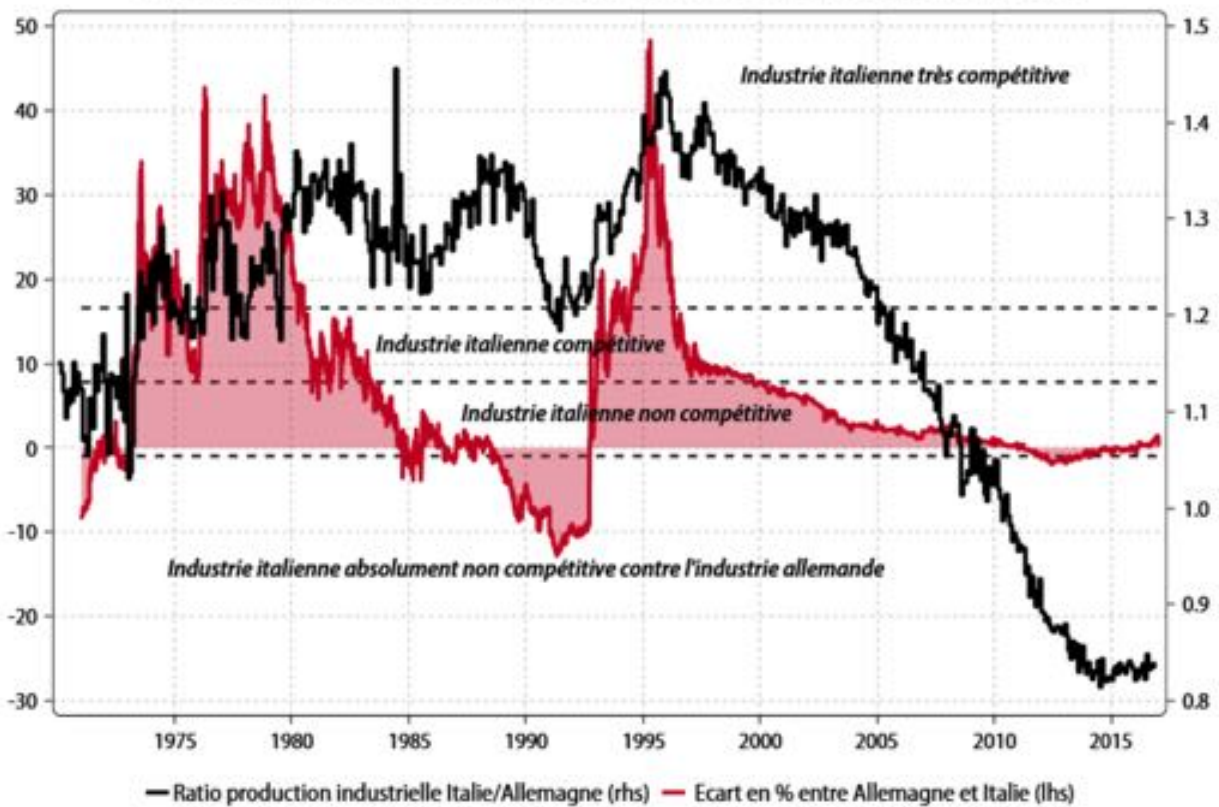
L'Allemagne a aujourd'hui des coûts du travail et des coûts financiers plus bas que toutes les autres nations européennes. Et donc toutes les usines vont s'installer en Allemagne et tous les pays du Sud vont droit à la faillite. IL NE PEUT PAS EN ETRE AUTREMENT.

C'est ce que souligne le graphique suivant : l'Italie étant moins compétitive que l'Allemagne, comme le montre l'écart par rapport à la parité des pouvoirs d'achat entre les deux pays, sa production industrielle s'effondre par rapport à celle de l'Allemagne.

Son chômage explose et avec lui les déficits budgétaires et la dette Italienne.



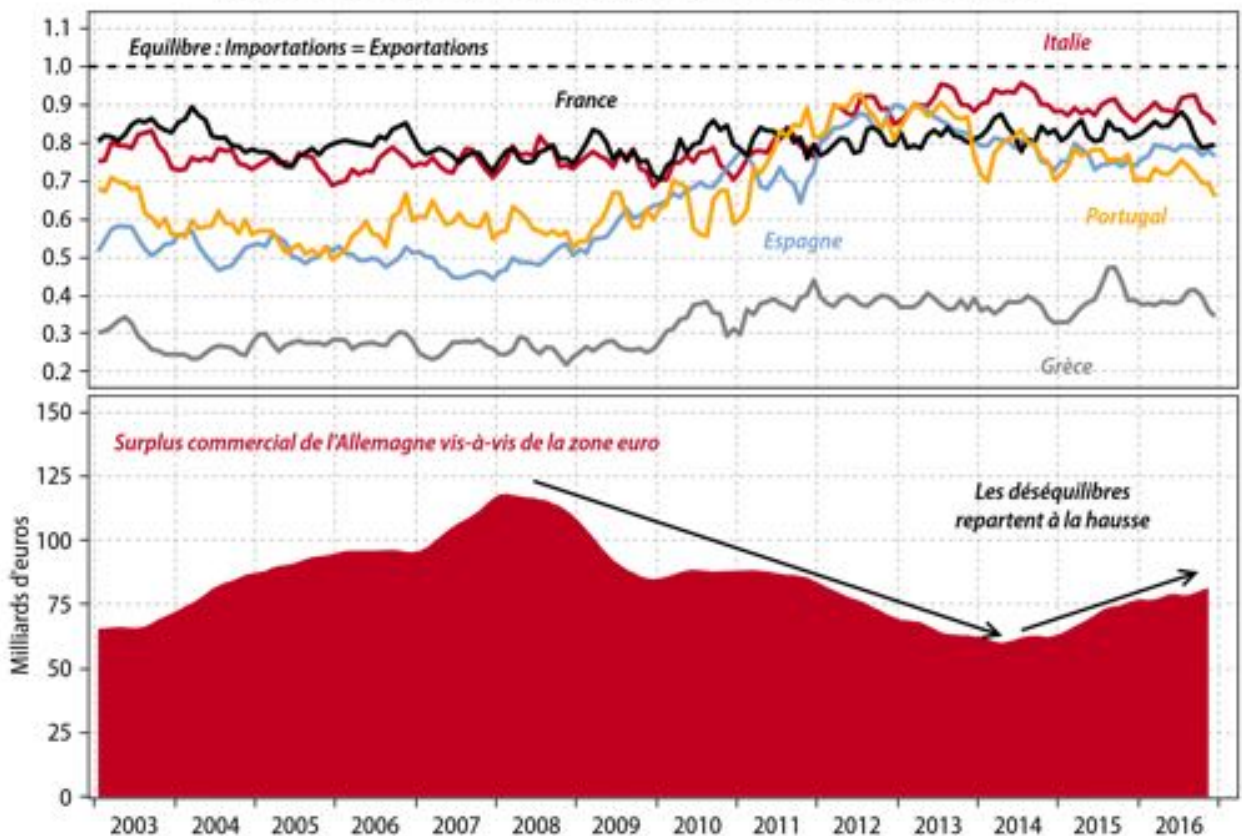
### Ecart Entre la Parité des Pouvoirs d'Achat et Ratio des Productions Industrielles



GavekalData/Macrobond

Certains ont cru que l'austérité appliquée dans certains pays était en train de réajuster les équilibres et permettrait enfin aux états du Sud de vendre aux consommateurs allemands.

### Ratio Exports/Imports vers l'Allemagne et balance commerciale



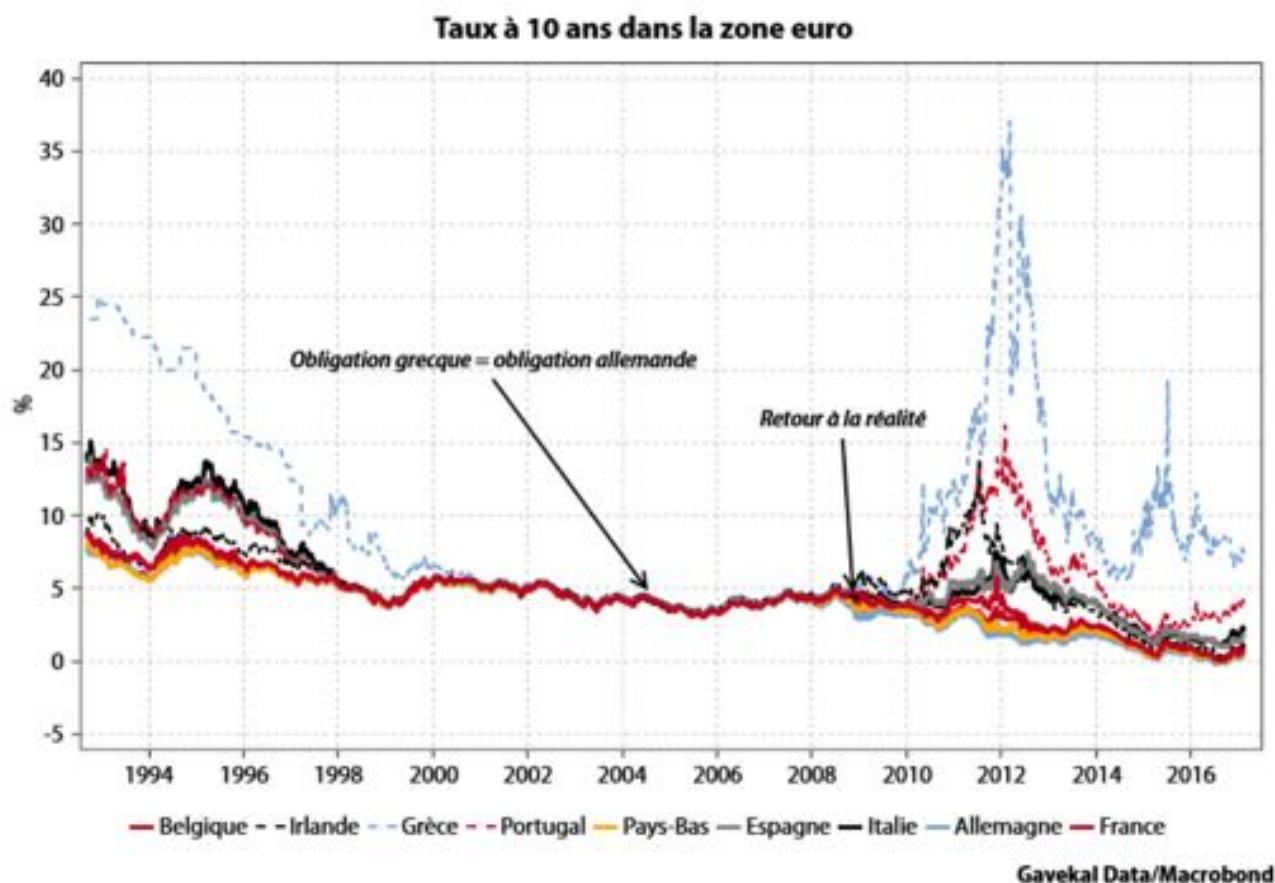
Gavekal Data/Macrobond

L'espoir fut de courte durée car après une légère baisse, le surplus commercial de l'Allemagne vis-à-vis de la zone euro repart à la hausse.

Ces déséquilibres étaient en partie supportable lorsque les taux d'intérêts de tous les membres de la zone euro étaient les mêmes : compenser l'effondrement de la production interne par la dépense publique était relativement peu cher.

Le revers étant cependant une augmentation de la dette et du poids de l'Etat dans l'économie.

Cependant avec le choc de la crise de 2008 arrive les premières inquiétudes sur la solvabilité de certains états et la viabilité de la zone euro, et ces inquiétudes arrivent à leur paroxysme après les révélations sur le trucage des comptes grecs.

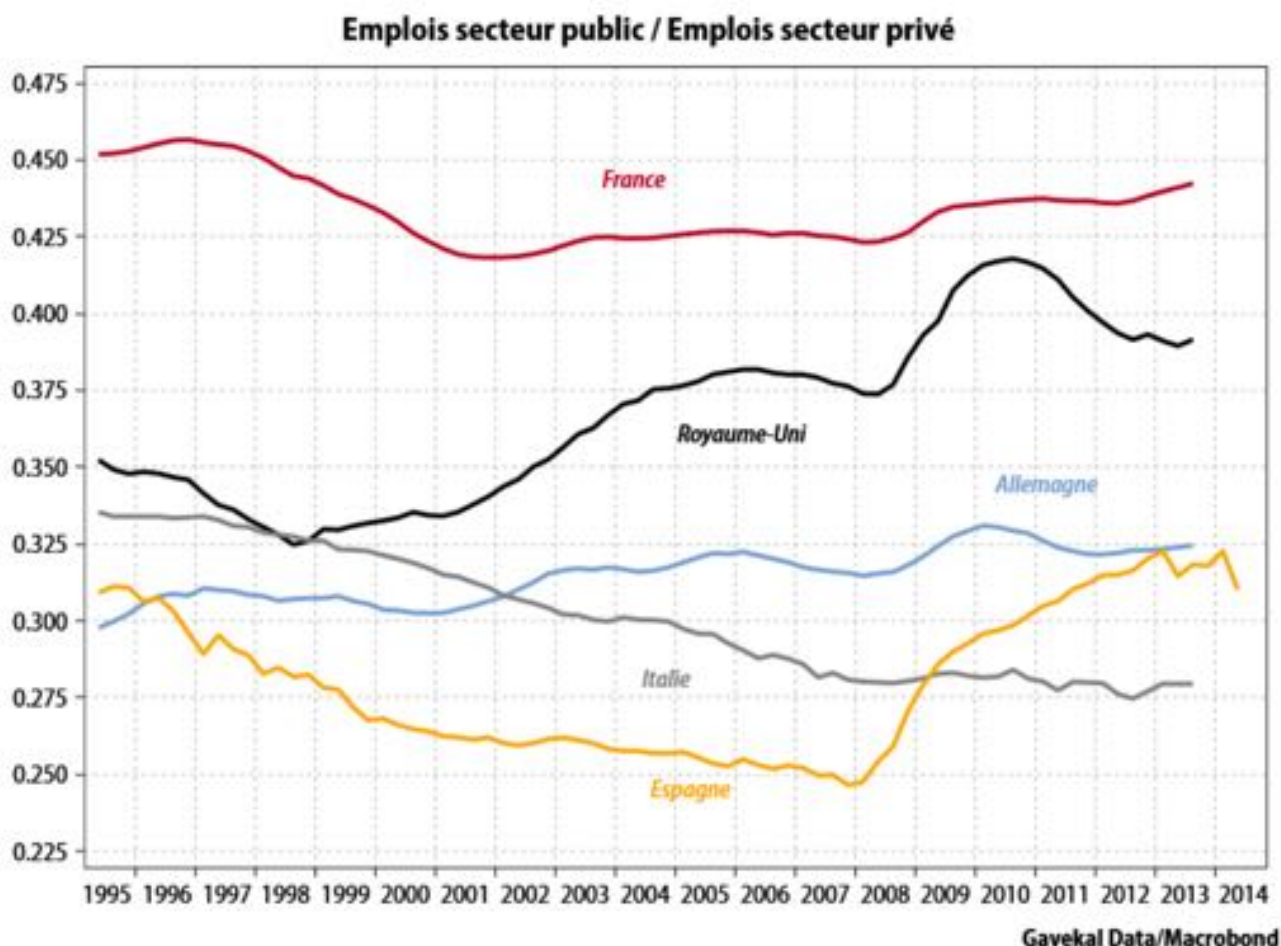


La réalité est qu'il est impossible pour des pays aussi hétérogènes, tant en terme de structure que de modèle économique, d'avoir des taux similaires: l'Italie du Nord finance à fonds perdus l'Italie du Sud. C'est le prix à payer pour que la nation italienne existe. Mais cela ne peut exister si l'Italie a un taux de change fixe avec l'Allemagne. Il y a une contradiction essentielle entre la survie de la nation et l'existence de l'euro. Ou l'euro disparaît ou la volonté de vivre ensemble... les deux sont incompatibles l'un avec l'autre.

L'euro a remplacé la probabilité de fréquentes dévaluations italiennes - qui permettaient aux entreprises Italiennes de rester compétitives avec les entreprises allemandes par la certitude d'une faillite de l'Italie.

Est-ce un progrès ?

Venons-en à la France qui, comme nous l'avons vu, a beaucoup plus de fonctionnaires que n'importe quel autre pays européen.



Même si nos fonctionnaires sont les plus productifs du monde, ils ne produisent rien pour l'exportation. Le déséquilibre commercial ne peut par la suite que s'accroître avec des pays comme l'Allemagne qui ont proportionnellement beaucoup moins d'emplois publics.

De plus, peut-on espérer que tous les pays deviennent des champions de l'exportation comme l'Allemagne lorsque le tissu entrepreneurial et la dynamique d'innovation en France est strictement à l'opposé?

Et si tous les pays suivent un modèle mercantiliste, vers quel pays va-t-on pouvoir exporter ?



Le problème est en fait moins le modèle économique choisi par chaque pays que l'absence des mécanismes d'ajustement de marché comme les variations de taux de change ou de taux d'intérêts, beaucoup plus indolores lorsqu'ils sont progressifs qu'une politique d'austérité soudaine à la sauce grecque.

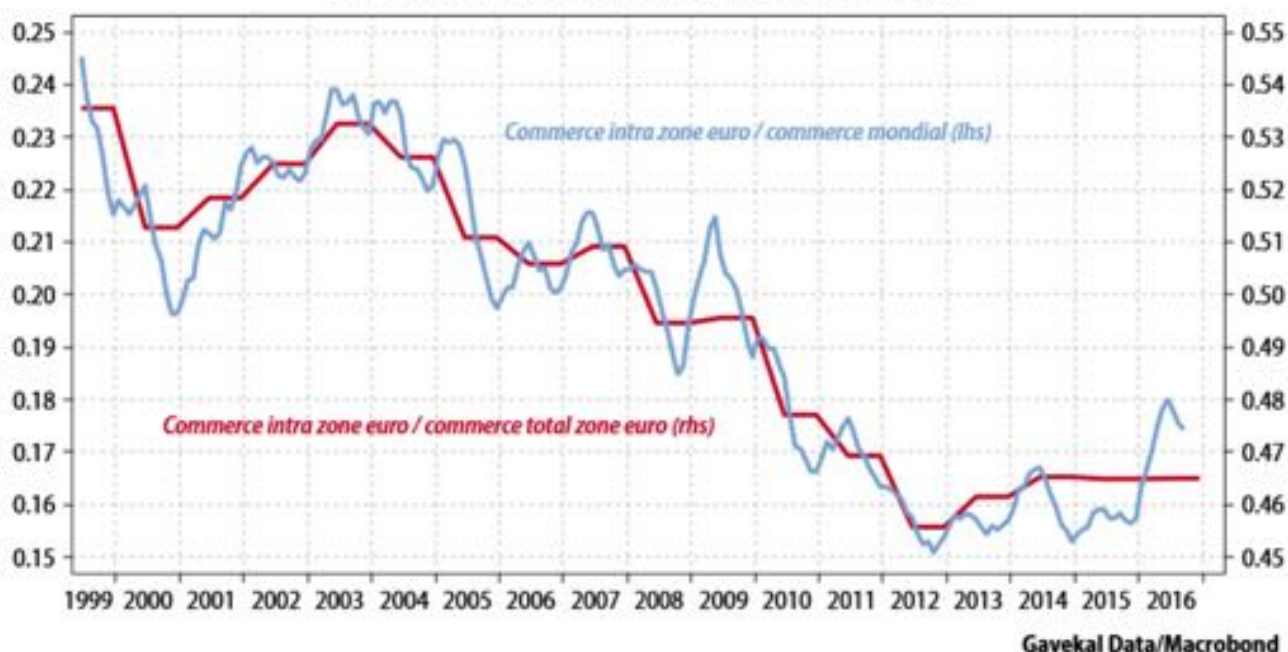
### Hétérogénéité des économies européennes

	Dépenses en R&D (2014, en % du PIB)	Proportion des entreprises de moins de 10 employés (2013)	Importance des exportations (2016, en % du PIB)
<b>France</b>	2,23 %	29 %	29 %
<b>Allemagne</b>	2,85 %	19 %	46 %
<b>Italie</b>	1,26 %	46 %	30 %
<b>Espagne</b>	1,24 %	41 %	33 %
<b>Belgique</b>	2,28 %	34 %	84 %
<b>Grèce</b>	0,80 %	59 %	31 %
<b>Irlande</b>	1,58%*	26 %	121 %
<b>Pays-Bas</b>	1,98 %	28 %	80 %

\*2012, Source : Eurostat

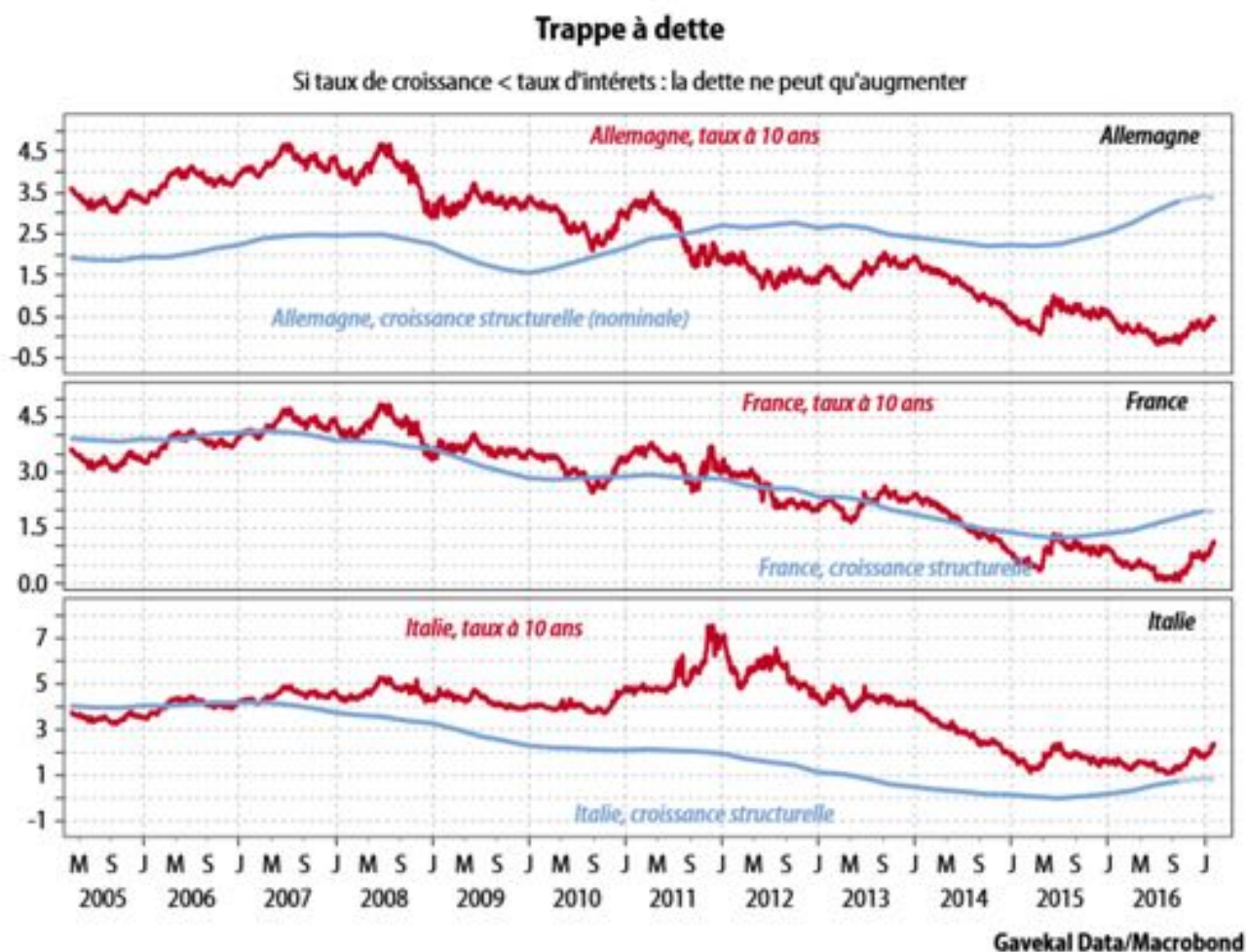
La troisième promesse était que l'euro allait favoriser les échanges dans la zone euro. Les échanges ont certes augmenté en termes absolus, mais comme tous les pays du sud sont en quasi-faillite, ils achètent de moins en moins les uns aux autres et le commerce intra-européen s'écroule en termes relatifs, ce qui est bien normal.

**Le commerce intra-européen en baisse relative**



Et comme tout le monde sait que cela ne peut pas durer, les pays les moins efficaces voient le coût de leurs emprunts monter, ce qui aggrave leurs problèmes.

Lorsque les taux d'intérêts sont supérieurs au taux de croissance du pays sous-jacent, nous sommes dans une trappe à dettes (il est assez stupide d'emprunter à 2 % pour investir à zéro comme le fait l'Italie depuis longtemps) et la faillite arrivera très vite.

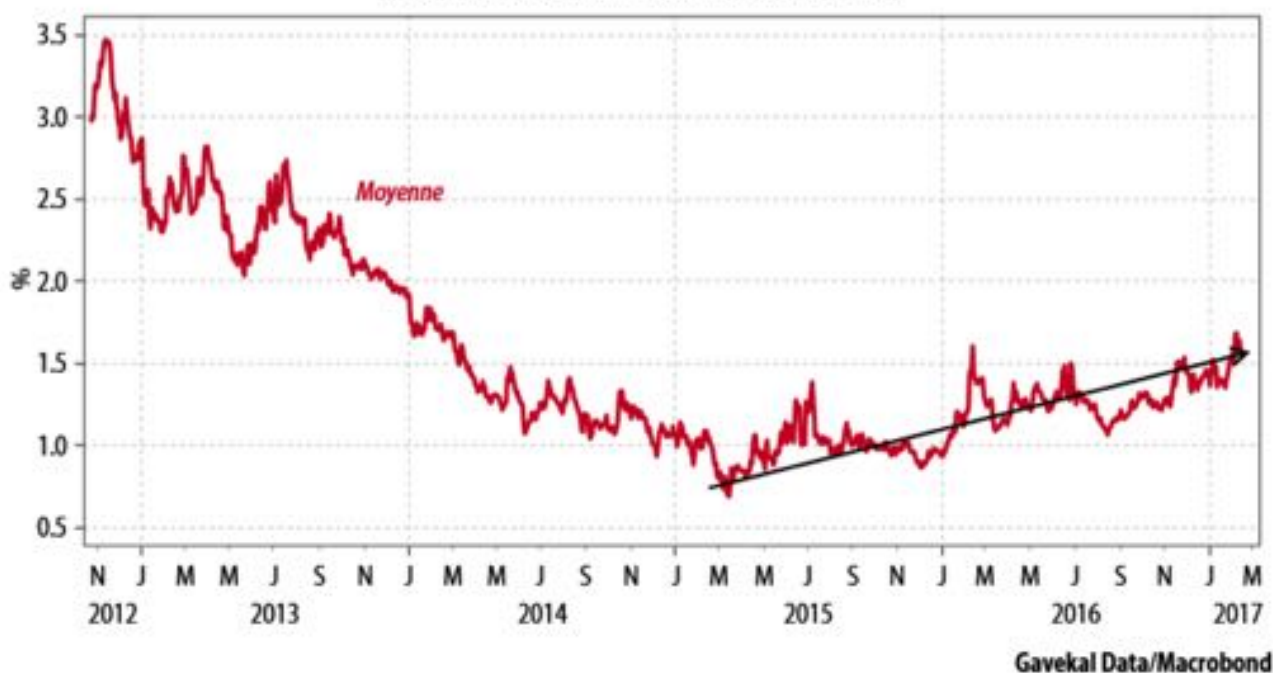


Non seulement l'Italie demeure dans une trappe à dettes d'anthologie, malgré les efforts de la Banque Centrale Européenne, mais les écarts de taux avec l'Allemagne, signe d'un stress financier à venir, remontent.



## Écart moyen des taux (spreads) avec l'Allemagne, obligations à 10 ans

Moyenne France, Italie, Espagne, Belgique, Portugal



A cette réalité est souvent opposée une solution miracle : la création d'un Etat fédéral européen.

Pour réduire les déséquilibres, il faudrait que des transferts soient effectués des pays excédentaires vers les pays déficitaires, comme on peut le voir entre les états américains ou entre l'Alsace et la Corse.

Mais il est clair que d'un point de vue politique *l'affectio societatis* européen ne le permet pas à l'heure actuelle car malgré les certitudes de nombreux eurocrates, l'Europe n'est pas une nation.

Qui plus est, d'un point de vue économique, peu de commentateurs réalisent l'ampleur des transferts nécessaires, sans doute pour ne pas affoler les contribuables allemands ! Les surplus de l'Allemagne vis-à-vis de la zone euro ont oscillé entre 2,2% et 3% du PIB Allemand ces dernières années. Au minimum, ce montant devrait être transféré chaque année vers les pays déficitaires pour éviter que le système ne diverge davantage. Ce qui est plus élevé que le coût des réparations de guerre imposées par le traité de Versailles estimées par Hantke and Spoerer à 2,5% du PIB à l'époque. Et qui ne furent jamais payées.

*L'Allemagne paiera* est un slogan très prisé en France mais qui n'a jamais marché.

Au coût -incertain- de la sortie de la zone euro, que nous allons aborder dans la partie suivante, il faut toujours comparer le coût-certain- d'un maintien : un transfert inacceptable pour l'épargnant allemand, un marasme économique sans fin pour ses partenaires et une perte de souveraineté totale pour les nations qui seraient récipiendaires.

On ne le dit jamais assez, mais les transferts amènent chez ceux qui les reçoivent à une augmentation considérable de la corruption et de la criminalité, l'activité la plus rentable n'étant plus la production mais la capture politique de la subvention.

L'inévitable disparition de l'euro sera un événement historique majeur accompagné sans aucun doute de turbulences politiques, financières et économiques gigantesques.

Nous avons sans aucun doute une crise politique, économique et financière majeure devant nous en Europe.

Dans une telle situation, l'Histoire nous montre que l'état de Droit se transforme vite en droit de l'Etat et que le cadre légal habituel peut tout-à-fait voler en éclats. Plus que jamais dans ces périodes, le futur est incertain.

Il nous paraît cependant indispensable d'aborder le coût éventuel d'une sortie telle que l'on peut l'imaginer à partir des informations dont nous disposons.

Il est aujourd'hui juridiquement impossible de sortir de l'euro sans sortir de l'Union Européenne. Mais si la dissolution de l'euro devient une évidence, le champ du possible risque de s'élargir. L'Union Européenne ne s'est-elle déjà pas assise sur plusieurs traités lorsque cela était nécessaire ? Entre une dissolution conjointe de l'euro et de l'Union Européenne et la disparition de l'euro, il est clair que tout le monde à Bruxelles aura une préférence pour la deuxième solution.

Les conséquences d'une sortie sont radicalement différentes selon qu'un pays sort seul (nous n'y croyons guère) ou que la totalité de la zone est dissoute. Si à moyen terme la sortie d'un seul pays peut paraître improbable, elle est tout à fait possible dans l'immédiat.

Nous distinguons dans cette partie trois principaux coûts :

- Celui lié à la dette publique,
- Celui lié à l'exposition du secteur privé de chaque pays au reste de la zone euro.
- Celui lié aux changements relatifs des prix entre pays, c'est-à-dire à l'inflation.

Commençons par la dette publique.

Il est coutume d'entendre dire que la dette publique de certains pays comme la France ou l'Italie augmenterait mécaniquement en cas de sortie de l'euro de 20% ou 30% du fait que leur monnaie serait dévaluée d'un montant équivalent et que leur dette resterait en euro. Cela est inexact. Afin d'expliquer pourquoi il nous faut clarifier deux concepts juridiques essentiels :

- La *Lex monetae* est un principe juridique international reconnu qui stipule que la dette d'un pays est toujours libellée dans la monnaie qui a cours légal dans ce pays. Ses implications sont majeures en particulier en ce qui concerne les contrats : tout changement de monnaie a pour effet une re-libellisation 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.

Au nom de ces deux concepts, le maintien d'une dette en euro dépendra soit du lieu où a été émis le contrat (à l'étranger ou sur le territoire national) et du bon vouloir de l'Etat émetteur.

Il est important de noter que le risque de re-libellisation dépend également de la date d'émission des bons du trésor car depuis 2013 l'Europe a mis en place pour toute nouvelle émission de dette une clause obligatoire qui demande l'approbation de la majorité des détenteurs pour tout changement de devise. (Cette clause pourrait être contradictoire avec la *Lex Monetae*) et donc non opposable à l'Etat émetteur)

Nous résumons les différents cas de figure dans le tableau ci-dessous :

		<b>Dissolution partielle :</b> l'euro demeure une devise utilisée par une partie de l'eurozone	<b>Dissolution complète :</b> l'euro cesse d'exister
<b>Emis avant le 1<sup>er</sup> janvier 2013</b>	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 étrangère, avec un taux de conversion déterminé par le contrat ou négocié.
	Bons du trésor, prêts etc. émis sous droit français (97%)	Re-libellisation dans la nouvelle devise nationale. Aucune augmentation de la dette.	
<b>Emis après le 1<sup>er</sup> janvier 2013</b>	Tous les bons du trésors dont la durée est supérieure à 1 an	Toute re-libellisation doit être approuvée par la majorité des détenants.	

Le tableau ci-dessous montre la proportion de la dette concernée par les parties ci-dessus.

	<b>Dette publique totale</b> <i>(milliards d'euros, en septembre 2016)</i>	<b>Proportion de la dette publique émise sous contrat de droit national, en euro</b> <i>(jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2013)</i>	<b>Proportion de la dette publique émise depuis 2013 concernée par la clause</b>
<b>France</b>	2160	97,9 %	55,7 %
<b>Allemagne</b>	1803	98,5 %	64,0 %
<b>Italie</b>	2229	94,5 %	59,2 %
<b>Espagne</b>	1107	87,6 %	74,6 %
<b>Belgique</b>	455	93,6 %	43,0 %
<b>Grèce</b>	311	36,1 %	12,1 %
<b>Irlande</b>	185	100,0 %	73,9 %
<b>Pays-Bas</b>	427	94,9 %	55,1 %

Source : Eurostat, Banques centrales, Nomura, calculs

Si avant 2013 toute sortie de l'euro aurait fait peser un risque minime sur la dette souveraine de la majorité des pays (la perte due au changement de devise étant assumée par les investisseurs étrangers), cela devient de plus en plus difficile.



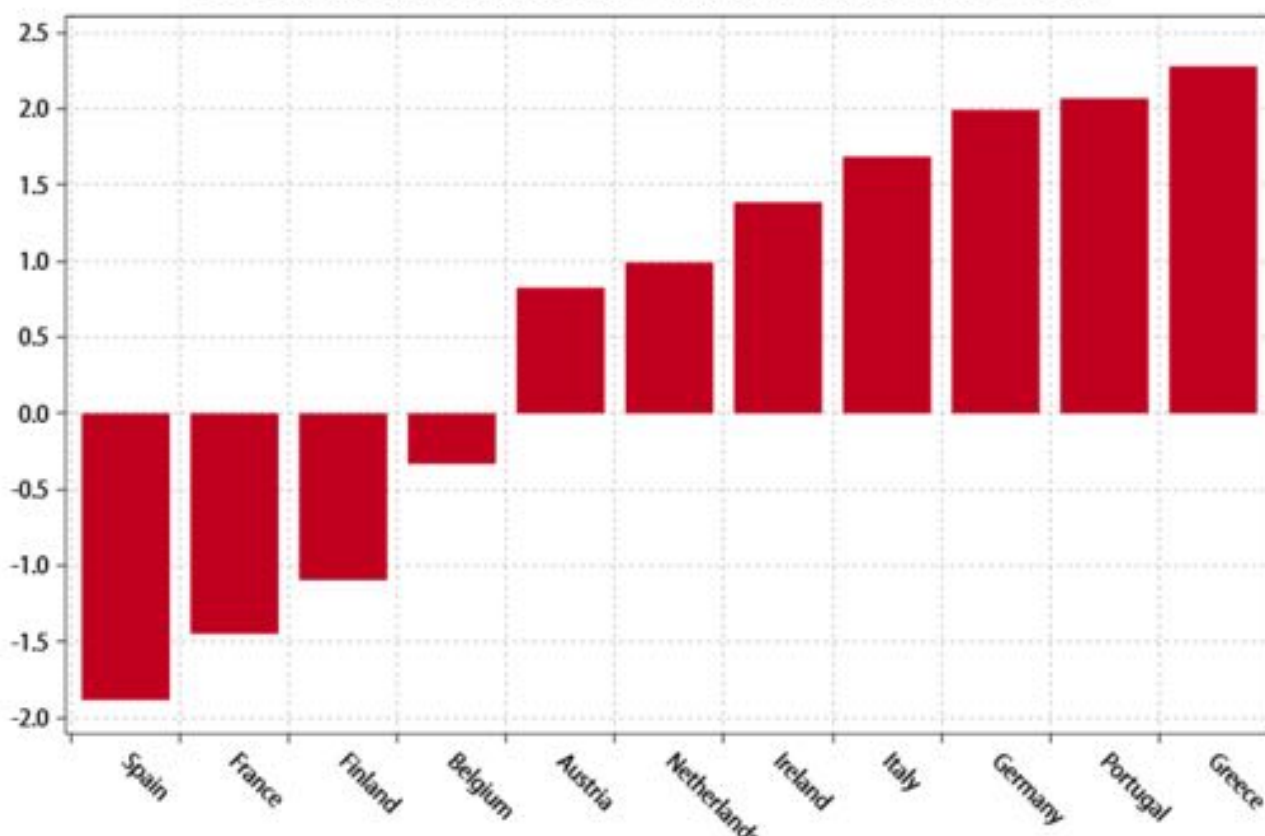
La proportion de la dette concernée par la clause stipulant que tout re-libellisation doit être approuvée par la majorité des détenteurs atteint maintenant un peu plus de la moitié dans la plupart des pays et cela ne peut que s'accroître au fur et à mesure que la dette est refinancée.

Dans le cas de la France, une sortie de l'euro avant 2013 n'aurait renchéri que 2,1% de notre dette, un montant tout à fait minime. Aujourd'hui, 55,7% de la dette peut potentiellement rester en euro si seule la France sort. Dans le cas où la zone euro serait complètement dissoute, un changement de devise serait obligatoire, mais le taux de conversion devra être dans tous les cas approuvé par les détenteurs de bons du trésor, qui voudront rationnellement limiter leurs pertes. Mais les tribunaux compétents seront les tribunaux français...

A ce moment là, ce sont les rapports de force entre les investisseurs et les Etats qui détermineront les nouveaux termes du remboursement. Et le besoin de financement des états va y jouer pour beaucoup : un pays qui a besoin d'emprunter pour payer ses dépenses sociales et ses fonctionnaires sera en moins bonne position qu'un pays qui n'emprunte que pour payer ses intérêts. Sauf bien entendu si la banque centrale locale achète la dette émise par le Trésor.

Nous pouvons mesurer ces rapports de force grâce au solde primaire qui représente le solde budgétaire d'un pays duquel on enlève les dépenses liées au coût de la dette.

**Solde primaire (déficit budgétaire - paiement d'intérêts) en % du PIB**



Gavekal Data/Macrobond

L'Italie a un solde primaire assez important : si demain l'Etat italien décide de ne rembourser aucune de ses dettes, il économisera suffisamment en charges d'intérêts pour être en surplus budgétaire ! Par conséquent l'Italie peut très bien forcer la main des investisseurs en faisant comprendre aux détenteurs des obligations italiennes que, s'ils ne votent pas pour une re-libellisation, ils devront assumer une perte de (X%) sur la valeur des obligations qu'ils détiennent.

Pour la France ou l'Espagne cela est plus problématique car elles restent dépendantes des marchés financiers.

Il est important de préciser que la dette ne se renchérirait que dans le cas où l'euro s'apprécierait par rapport à la nouvelle devise des pays sortants. S'il est aisé de prédire une dévaluation de la nouvelle drachme grecque ou lire italienne, cela est plus incertain pour la France et l'amplitude exacte est difficile à évaluer.

Une chose demeure cependant sûre pour l'ensemble : mieux vaut faciliter le paiement des dettes par un retour aux monnaies nationales et à la croissance que de précipiter les Etats vers un défaut généralisé, ce vers quoi nous allons inéluctablement aujourd'hui. Etre payé en monnaie nationale ou ne pas être payé du tout, *telle est la question...*

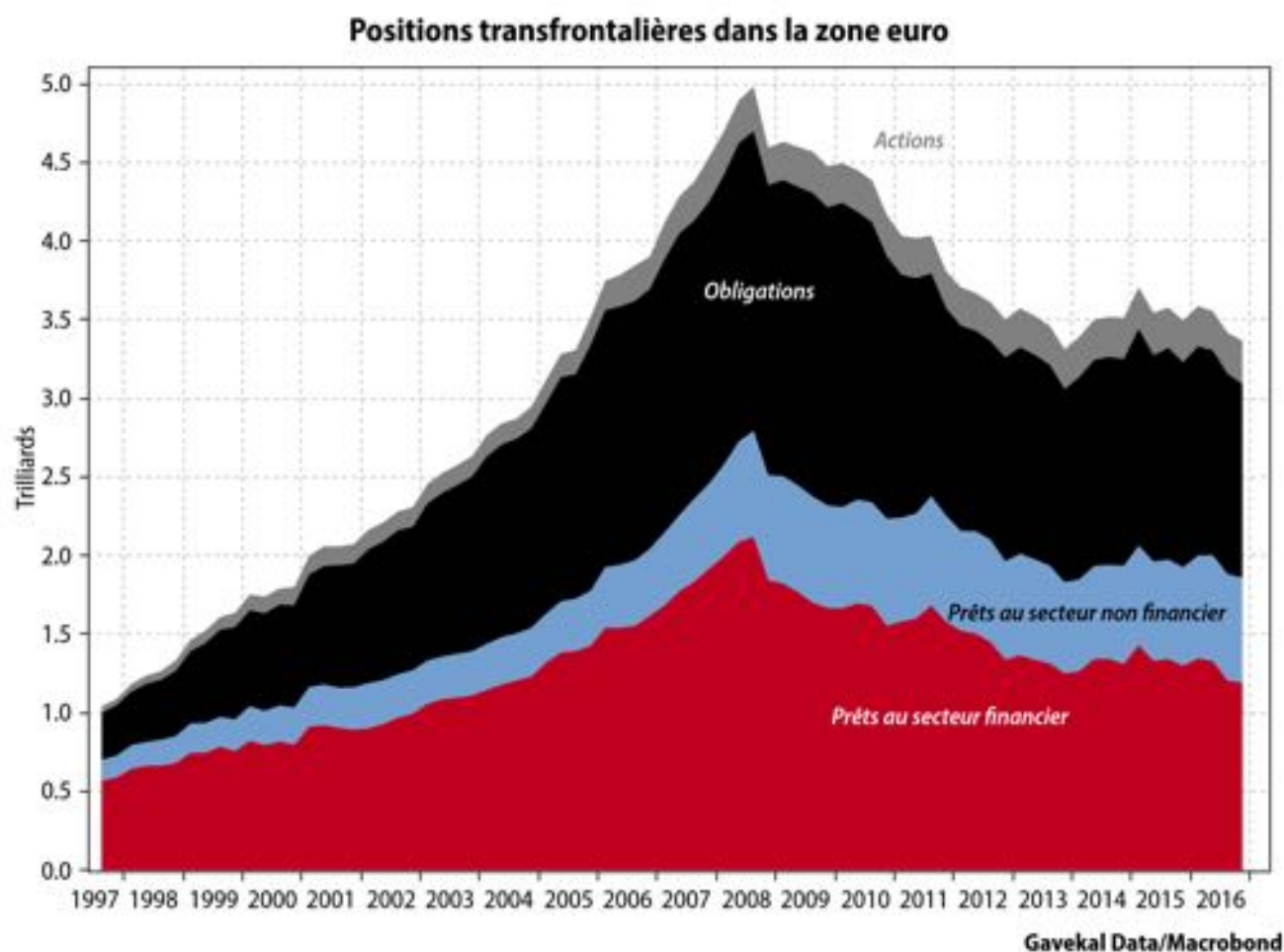
Venons-en à l'impact sur le secteur privé.

En plus de la dette publique, un autre risque est bien entendu l'exposition du secteur privé au changement de la devise. De nombreuses banques ou entreprises ont fait des investissements dans des pays de la zone euro autres que le leur. Tout changement de devise constitue pour eux un risque de perte dans les pays du Sud, et il n'est pas à exclure que certaines banques aient besoin d'être recapitalisées. Mais remarquons que cela a déjà été le cas dans de nombreux pays européens pour essayer de sauver l'euro, et sans aucun succès.

Les positions transfrontalières (actifs d'un pays X détenus par un acteur d'un pays autre que X) dans la zone euro ont beaucoup augmenté entre le début de l'euro et la crise de 2008 comme le montre le graphique suivant. Depuis elles ont considérablement baissé pour atteindre environ 3500 milliards d'euros.

Cette exposition transfrontalière est en partie mécanique : une zone monétaire ne peut avoir de déficit avec elle-même. Par conséquent, lorsque l'Allemagne ou les Pays-Bas engrangeaient des surplus commerciaux vis-à-vis du reste de l'Europe, il était indispensable que de l'autre côté de l'équation les consommateurs italiens, grecques, français ou espagnols reçoivent des flux monétaires pour les financer (souvent des

obligations émises par la France ou l'Italie et achetées par des fonds de pension allemands ou hollandais).



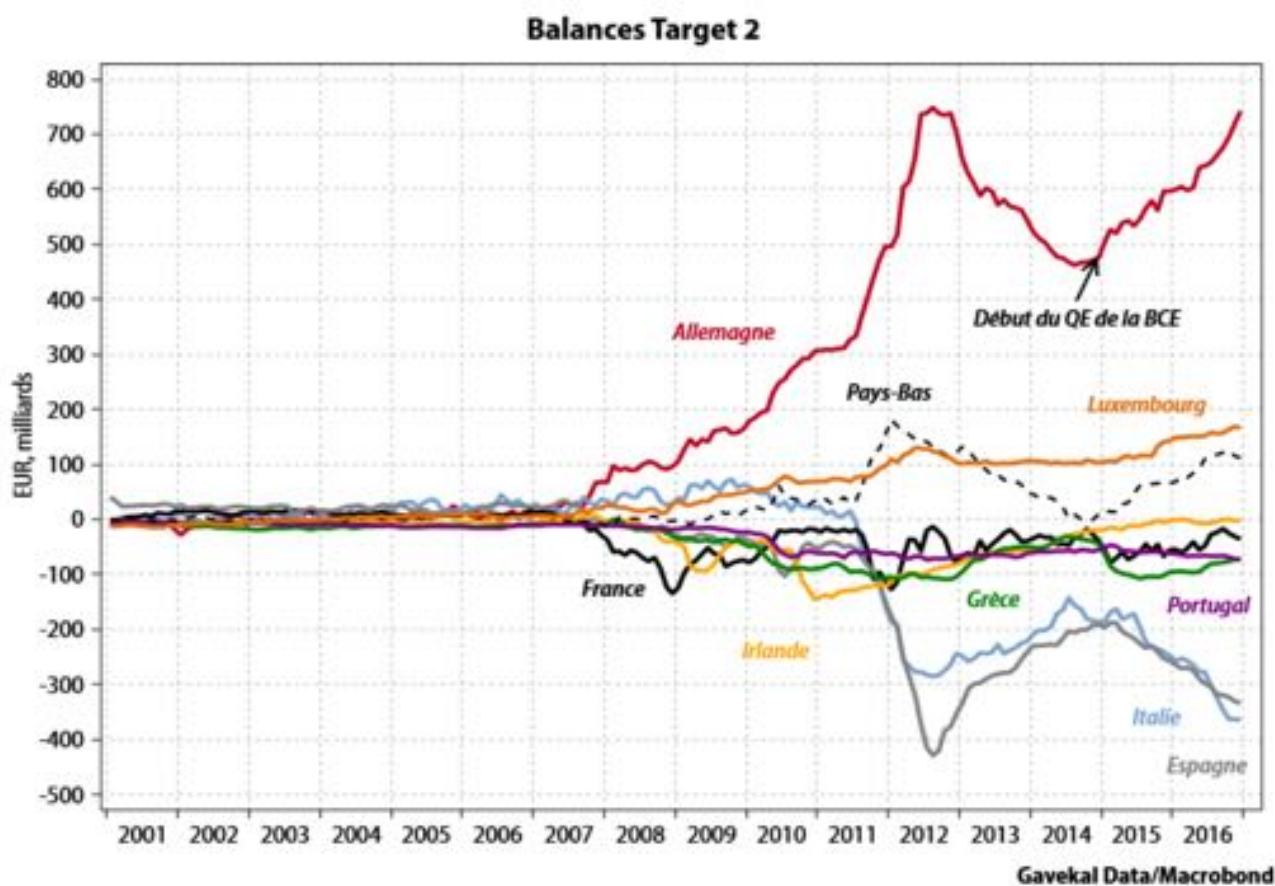
Notons d'ailleurs que c'est une des faiblesses de l'Allemagne : en plus d'avoir constitué un appareil productif très efficace mais en surcapacité en cas de retour au Deutsche Mark, en finançant une bonne partie de ses surplus auprès des pays du Sud, elle se retrouve dans une position très délicate. D'après nos calculs, le montant des créances totales sur le reste de la zone euro dépasse, et de loin, le capital des entreprises financières allemandes.

Au début ce financement prenait le plus souvent la forme de prêts interbancaires, mais la crise de 2008 a considérablement fragilisé ce marché. C'est alors que le système de paiement Target 2 a pris en grande partie le relais, la BCE et les banques centrales locales prenant la relève de financements que le secteur privé ne voulait plus assumer.

Le fonctionnement de ce dernier est très technique et même les experts débâtent de ses véritables implications économiques.

Quoi qu'il en soit, il représente des créances entre banque centrales : une balance positive signifie que la banque centrale du pays en question a des créances vis-à-vis de

la Banque Centrale Européenne. Une balance négative implique une dette vis-à-vis de la BCE. Cette dernière fait en fait l'intermédiaire entre les banques centrales des deux pays et comptabilisent le tout dans les balances Target 2 ci-dessous.



Ces balances sont une manifestation supplémentaire des déséquilibres au sein de la zone euro : les créances de l'Allemagne atteignent près de 700 milliards d'euros.

De l'autre côté de l'équation, l'Italie et l'Espagne ont une dette de près de 350 milliards chacun. En cas de dissolution complète de l'euro, des pertes seront certainement à assumer sur ces créances.

Contrairement au secteur privé qui en assumera la totalité, toute perte sur l'eurosystème est partagée par tous ses membres à hauteur de leur part dans leur capital (27% pour la Bundesbank, 20% pour la Banque de France, 18% pour la Banque Centrale d'Italie, etc.)

Notons une petite exception : tous les rachats de titres obligataires entrepris par la banque centrale depuis le début de la politique accommodante en 2015 sont assumés à 80% pour les banques centrales nationales. On remarquera d'ailleurs le retour des divergences des balances Target depuis le début de l'assouplissement quantitatif. Il signifie en fait que la masse des liquidités créées par cette politique se retrouve en

Allemagne, au Luxembourg ou dans les Pays-Bas et non dans les pays qui en auraient le plus besoin comme l'Italie et l'Espagne.

Passons enfin à l'impact sur les variations de prix entre pays.

L'inflation est un des coûts potentiels souvent avancés, car toute hausse des prix soudaine déprécierait la valeur de l'épargne. Toute dévaluation entraîne en effet mécaniquement un renchérissement des marchandises importées et donc une baisse du pouvoir d'achat.

Cependant le lien entre taux de change et inflation est loin d'être aussi dramatique qu'avancé par de nombreux défenseurs de l'euro (qui assument jusqu'à une perte de 30%) car ce dernier dépend de la capacité à trouver des produits substitués fabriqués localement, de la proportion des biens de consommation importés, etc. A titre d'exemple la livre sterling a perdu presque 15% depuis le début de l'année 2016 contre l'euro. L'inflation est passée de 0,3 à 1,8%. Une augmentation de 1,5 point pour une dévaluation de 15% vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux. Nous sommes loin de l'hyperinflation.

Pour la France ou l'Italie la hausse serait limitée. Pour la Grèce ou le Portugal cela serait plus conséquent. Mais que ce soit par l'inflation ou la confiscation, comme nous avons pu le voir à Chypre pour maintenir le pays dans la zone euro, l'épargne n'est complètement protégée dans aucun scénario.

Toutes les erreurs se payent, l'euro restera sans aucun doute dans l'histoire économique comme l'une des erreurs les plus invraisemblables faite par des technocrates.

Il faudra en payer le coût, et malheureusement il est à craindre que les seuls qui n'en souffriront pas seront les créateurs de ce monstre qui à ce jour continuent de nous expliquer que leur nouvelle ligne Maginot est un immense succès.



# Conclusion

L'euro a échoué. Cela ne fait aucun doute.

Il n'est guère le seul responsable du marasme économique que connaît une partie de la zone euro. Mais bien que non suffisante, la fin de cette horreur est une condition nécessaire pour redresser et rééquilibrer l'Europe. Continuer de soutenir les politiques déflationnistes actuelles dans toute une partie du vieux continent ne peut qu'amener à la ruine de tout le monde et à la montée des démagogues partout, ce qui n'est jamais un bon signe.

Une réalité est incontournable : De nombreux pays ont réussi à se reformer dans les trente dernières années. Que ce soit l'Angleterre, la Suède, la Nouvelle-Zélande, le Canada et bien d'autres pays, aucune politique réussie de redressement n'a pu faire l'économie d'un retour du taux de change à un niveau déterminé par le marché et qui prend en compte les forces et les faiblesses de chaque pays, chose impossible entre les pays européens aujourd'hui mais qui fut la règle pendant les trente glorieuses.

Une disparition de l'euro, si elle est concertée, organisée et accompagnée de réformes courageuses, n'amènera ni l'hyperinflation des années 30, ni la ruine de l'épargnant, ni l'explosion de la dette, et pourra se faire dans le respect du droit.

Une disparition désordonnée sera infiniment plus couteuse, dans tous les domaines.

Mais dans les deux cas de figure, les coûts seront très inférieurs à ceux qu'impliquerait une continuation de l'acharnement thérapeutique actuel.

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 contrainte monétaire exercée par une banque centrale qui n'a aucune légitimité démocratique à remplir ce rôle...

La construction européenne essaye d'imposer l'union politique par le chantage et la solidarité par la contrainte exercée sur les plus faibles.

C'est avoir bien peu confiance dans 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 bien plus que de la croissance aux peuples européens : elle leur redonnerait d'abord leurs démocraties mais aussi et surtout de l'espoir.

Des peuples libres de faire leur choix et de les assumer, voilà quelle serait la conséquence de la disparition de l'euro.

Ce ne serait pas la fin de l'Europe, ce serait au contraire sa renaissance.

En 2017 l'Italie ou la Hollande pourraient très bien sonner le début de la fin de la zone euro. Et nous le souhaitons ardemment... La lumière au bout du tunnel commence à briller faiblement.

## **A propos de l'Institut des Libertés**

L'Institut des Libertés est un laboratoire d'idées indépendant. Constitué sous la forme d'un fonds de dotation. Destiné à être un **lieu d'échanges, de débats et de propositions** ouvertes à tous ceux qui ont le **sentiment d'être littéralement privés du droit à la parole par les grands médias**. Heureusement, les nouvelles technologies nous permettent aujourd'hui d'accéder à tous les acteurs de la vie politique et économique sans passer par les réseaux officiels.

Le premier objectif sera de faire de l'Institut des Libertés, **le navire amiral de la pensée libérale classique**, tout en respectant l'indépendance de chacun, en offrant à toutes les bonnes volontés une plateforme commune.

L'Institut des Libertés a pour deuxième objectif de devenir le « **venture capitaliste** » **du monde libéral**. Si nous en avons les moyens, l'Institut des Libertés accordera des aides ciblées à ceux qui veulent exprimer leur opinion dans un cadre qu'ils voudraient continuer à contrôler.

[www.institutdeslibertes.org](http://www.institutdeslibertes.org)