NOTE DE RECHERCHE · DOSSIER · OCTOBRE 2026

UNIVERSITÉ DE L'ÉPARGNE

50h

DOSSIER EURO

Sortie
heure à heure

Et si la France ne trouvait plus de prêteurs ? Le diagnostic, puis le scénario d'une sortie de l'euro, du week-end de la décision à la première année, et ce que cela changerait pour votre épargne.

Le diagnostic · Le scénario · Votre épargne

UNIVERSITÉ DE L'ÉPARGNE

EMMANUELLE GAVE · CHARLES GAVE

EN DEUX MINUTES

En 2026, le malade de la zone euro, c'est la France.

3 596 Md€
de dette publique, 119 % du PIB à fin juin 2026

4,80 %
le taux d'emprunt de l'État à 10 ans, pour une croissance nominale d'environ 2 %

+150 Md€
d'effort par an pour seulement stabiliser la dette

50 heures
entre la clôture de la Bourse le vendredi et l'allocution du dimanche soir

SOMMAIRE

01 Douze ans après : la promesse de l'euro
02 Ce qui s'est passé : croissance faible, industrie perdue
03 Le malade, c'est la France
04 Le scénario : une sortie à chaud
05 Le week-end décisif : 50 heures
06 La semaine fermée, jour par jour
07 Lundi J+8 : le franc à 0,85 euro
08 Combien d'inflation ?
09 Qui paie ?
10 La première année, mois par mois
11 Ce que l'histoire enseigne
12 Quatre idées fausses
13 Conclusion : pourquoi la France finira probablement à la grecque

L'ESSENTIEL

Sept idées à retenir

1 **En 2014, le malade était l'Europe du Sud et le danger la déflation. En 2026, le malade est la France et le danger la hausse des taux.** L'État emprunte à dix ans à 4,80 %, pour une croissance nominale d'environ 2 %. La dette atteint 3 596 milliards d'euros, soit 119 % du PIB à fin juin 2026, et la France emprunte désormais plus cher que l'Espagne et le Portugal.

2 **L'euro a survécu, mais sous perfusion monétaire.** Il n'a toujours pas de nation ; il a une banque centrale, dont le bilan est passé de 2 000 à 8 800 milliards d'euros entre 2014 et 2022.

3 **Le diagnostic de 2014 est confirmé sur l'essentiel, avec une correction.** La croissance est restée faible et l'industrie a reculé. Mais le problème français n'est plus un problème de salaires : c'est un problème de structure, avec une dépense publique à 57 % du PIB.

4 **La France est dans la trappe à dette.** Pour stabiliser sa dette, elle devrait dégager un excédent primaire de 2,5 à 3,5 % du PIB. Elle est en déficit de 2,7 %. L'effort dépasse 5 points de PIB, plus de 150 milliards d'euros par an.

5 **Nous décrivons, heure par heure, ce que serait une sortie forcée.** Une adjudication ratée, le refus de la troïka, puis 50 heures entre la clôture de la Bourse le vendredi à 17 h 30 et l'allocution présidentielle du dimanche à 20 h : loi d'urgence, conversion à un pour un, franc fixé à 0,85 euro, banques fermées une semaine, contrôle des capitaux.

6 **Le coût serait élevé, mais connu.** Un pic d'inflation autour de 5,5 %, une perte d'environ 250 milliards d'euros pour les créanciers étrangers, un « défaut sélectif » et une prime de risque durable. Une sortie forcée coûterait entre 190 et 290 milliards d'euros sur trois ans.

7 **Notre conclusion est la plus inconfortable.** Économiquement, la seule issue qui permette de baisser la dépense sans dépression est celle de 1958 : dévaluer et réformer en même temps. Politiquement, elle ne sera pas prise. Quand les marchés diront stop, la France acceptera le programme d'aide européen, et fera son ajustement à la grecque.

AVERTISSEMENT

Ce document est un exercice d'anticipation. Il ne décrit ni un événement en cours, ni une recommandation politique, ni un conseil en investissement. Il reprend, sous forme de note, le contenu de nos deux émissions sur l'euro (octobre 2026), elles-mêmes tirées du Dossier sur l'euro, mise à jour 2026, et de la note « Le jour où la France sortirait de l'euro » (version DEF v4). Les montants et les dates du scénario sont des ordres de grandeur.

01

Douze ans après : la promesse de l'euro

> *« L'euro n'a toujours pas de nation. Il a une banque centrale. »*

En mai 2014, Charles Gave, Emmanuelle Gave et Romain Metivet publiaient à l'Institut des Libertés un dossier sur l'euro. Sa thèse tenait en une phrase : l'euro est une erreur qu'il faut corriger, de préférence à froid plutôt qu'à chaud. Douze ans plus tard, nous avons repris chaque affirmation et l'avons confrontée aux chiffres de 2026.

Une monnaie sans nation

Le dossier de 2014 partait d'un principe : « une nation ne peut exister sans monnaie, et une monnaie ne peut exister sans nation ». Aucune monnaie partagée par plusieurs nations n'avait tenu plus de quelques décennies.

Il faut le reconnaître : l'euro a 27 ans, il est toujours là, et il s'est même élargi. La Bulgarie l'a adopté le 1er janvier 2026 ; elle est le 21e pays membre. Mais ce qui le fait tenir n'est pas une nation. C'est une banque centrale prête à acheter sans limite la dette des États en difficulté. Entre 2014 et 2022, la BCE a fait passer son bilan de 2 000 à 8 800 milliards d'euros. Elle fait ce qu'aucun budget européen n'a le droit de faire, sans mandat démocratique.

Un calcul politique perdu

L'euro était d'abord un projet politique : contenir l'Allemagne réunifiée. Le calcul a été mauvais. Pendant vingt ans, l'Allemagne a dominé l'Europe comme jamais, avec un excédent courant qui a atteint 9 % de son PIB en 2016. Elle découvre aujourd'hui à son tour qu'une monnaie commune ne protège de rien : sa production industrielle a baissé d'environ 15 % depuis 2018.

02

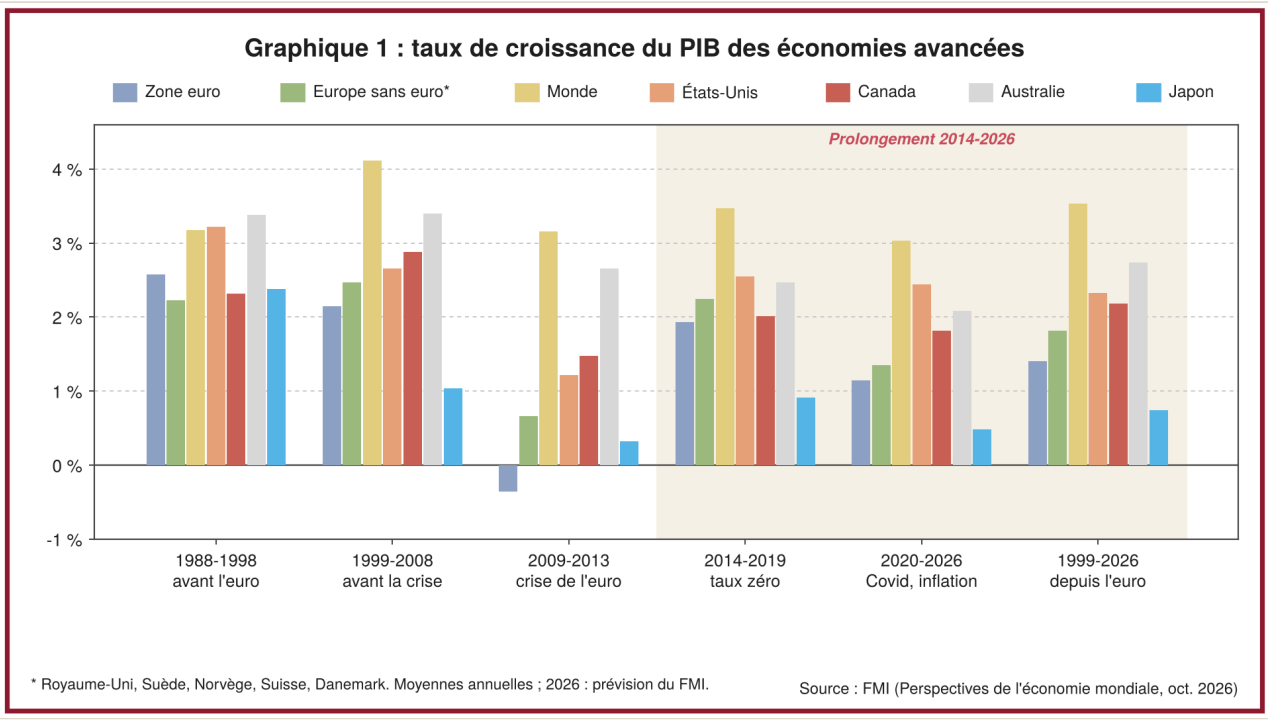
Ce qui s'est passé : croissance faible, industrie perdue

> *« Trop d'État, pas assez de production. »*

Une croissance plus faible qu'ailleurs

Depuis 1999, la zone euro a crû de 1,4 % par an, contre 1,8 % pour l'Europe hors euro et 2,3 % pour les États-Unis. Sur toute la période, seul le Japon a fait moins bien. Depuis 2020, l'écart s'est creusé : 1,1 % par an pour la zone euro, deux fois moins que les États-Unis.

GRAPHIQUE 1 Taux de croissance du pib des économies avancées, par période (1988-2026)

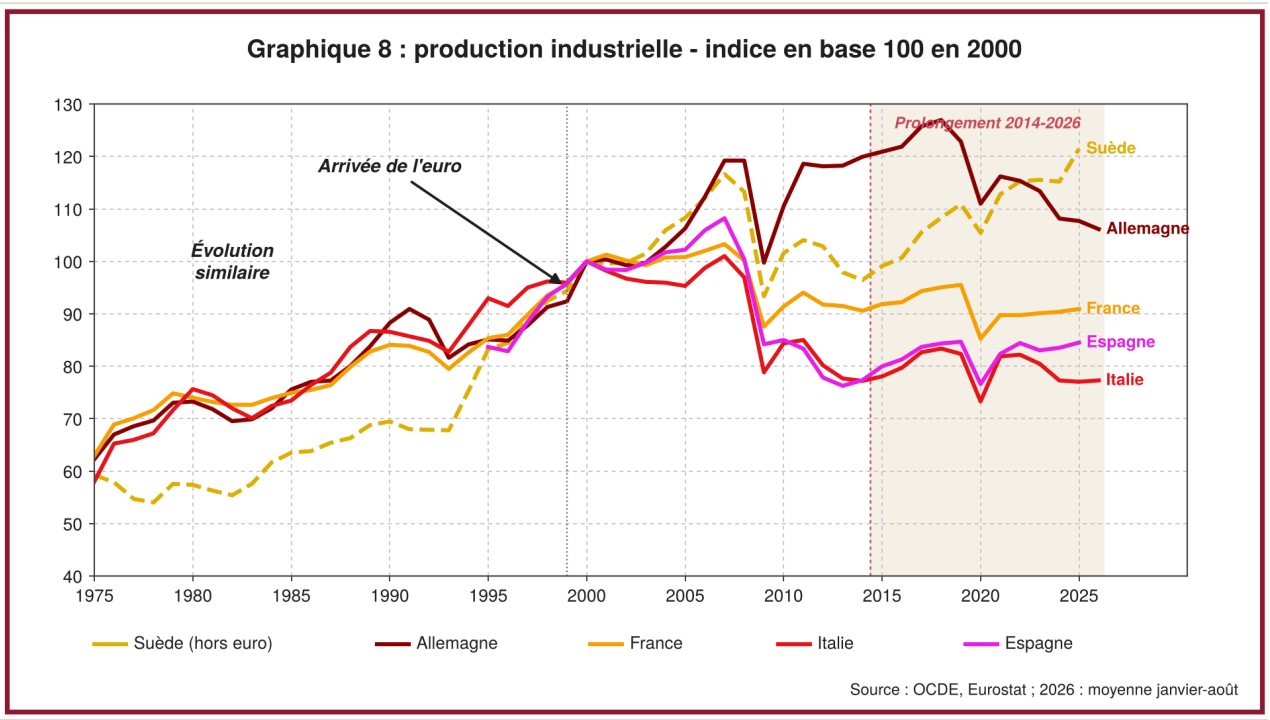


Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale (octobre 2026) ; 2026 : prévision.

L'industrie, graphique central du dossier

Depuis 2000, l'industrie italienne a perdu 23 % de sa production, l'Espagne 16 %, la France 9 %. La Suède, qui a gardé sa couronne, a progressé de 21 %. Charles Gave l'avait annoncé dès 2000 : « l'euro amènera trop de maisons en Espagne, trop de fonctionnaires en France et trop d'usines en Allemagne ».

GRAPHIQUE 2 Production industrielle, indice base 100 en 2000

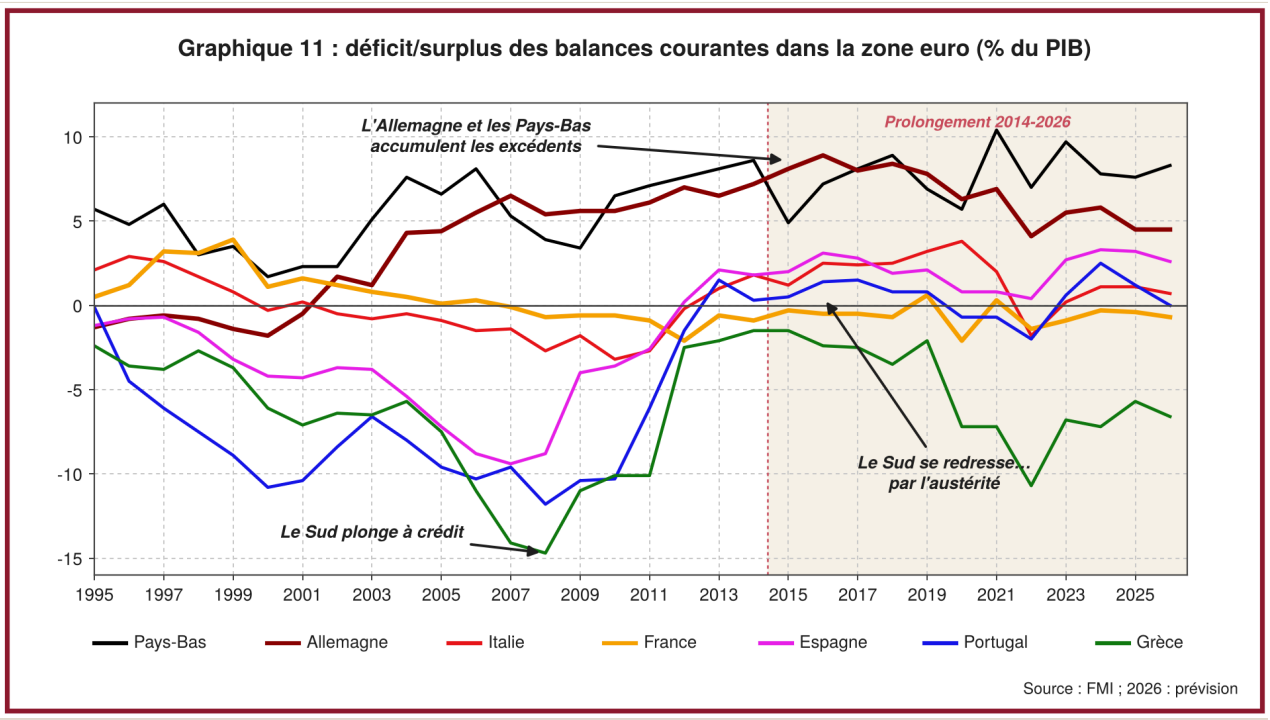


Source : OCDE, Eurostat ; 2026 : moyenne janvier-août.

Le Sud a payé l'addition

Faute de pouvoir baisser leur monnaie, les pays du Sud ont baissé leurs salaires : c'est la « dévaluation interne ». La Grèce a perdu 27 % de son PIB entre 2008 et 2013 ; l'Espagne a dépassé 26 % de chômage. L'ajustement a fonctionné, puisque leurs comptes courants sont revenus à l'équilibre. Mais il a coûté une décennie perdue et une génération sacrifiée.

GRAPHIQUE 3 Soldes des balances courantes dans la zone euro, en % du pib

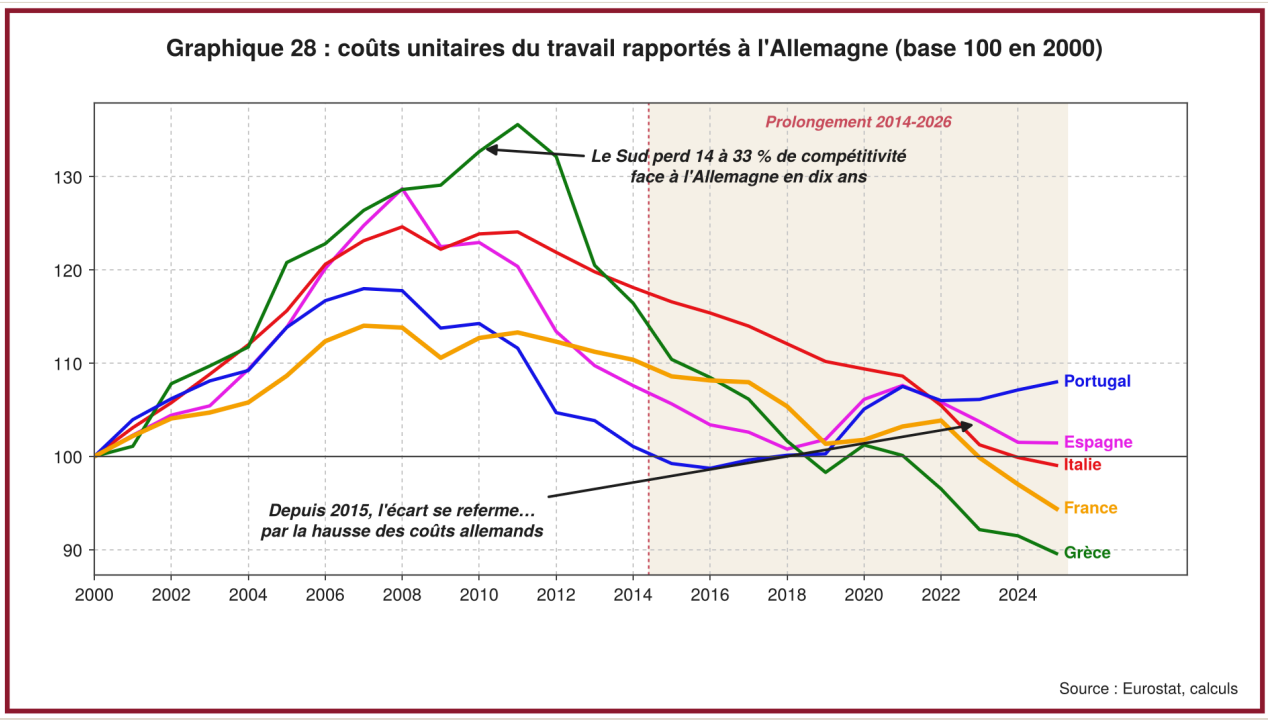


Source : FMI ; 2026 : prévision.

La correction que nous devons à nos lecteurs

En 2014, nous écrivions que la France était trop chère face à l'Allemagne à cause de ses salaires. Ce n'est plus vrai. Depuis 2019, les salaires allemands ont tellement augmenté que les coûts unitaires du travail français sont même 6 % plus bas qu'en 2000, rapportés à l'Allemagne.

GRAPHIQUE 4 Coûts unitaires du travail rapportés à l'allemagne, base 100 en 2000



Source : Eurostat, calculs Université de l'Épargne.

Si l'industrie française continue de reculer, c'est que son problème n'est plus salarial mais structurel : une dépense publique à 57 % du PIB, des impôts de production parmi les plus élevés d'Europe et des taux d'intérêt plus hauts que chez nos voisins. Trop d'État, pas assez de production.

03

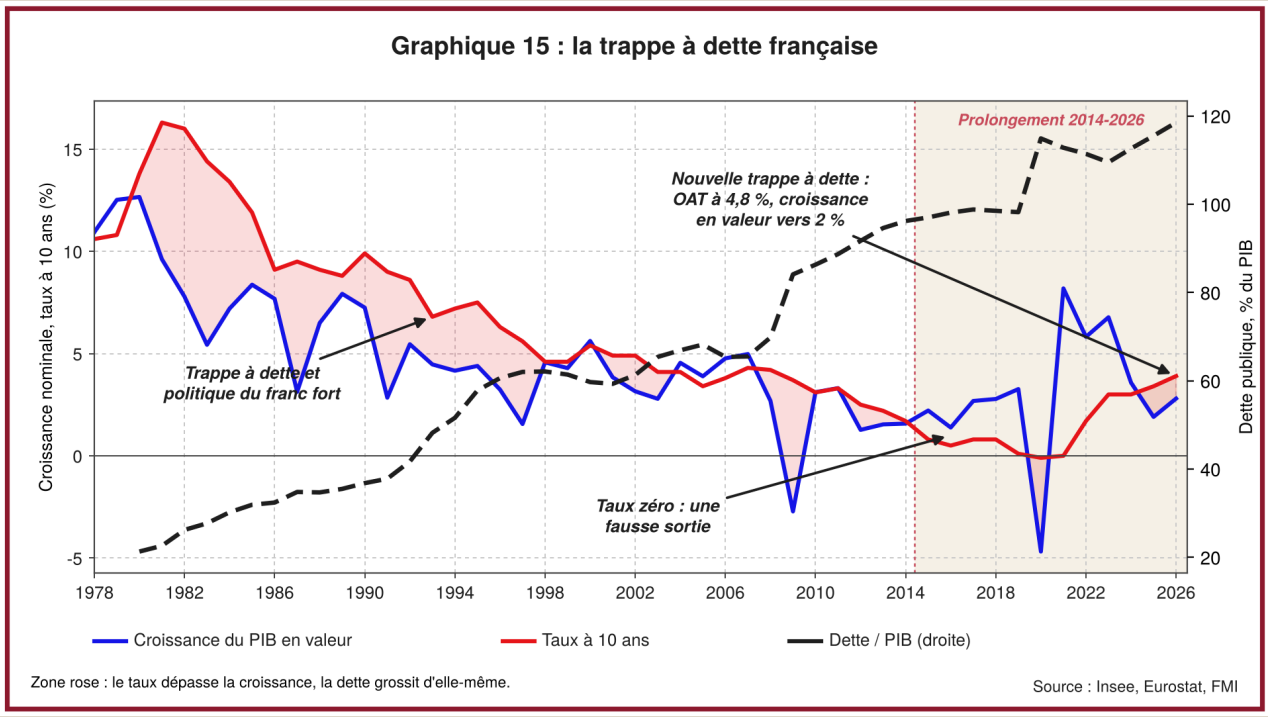
Le malade, c'est la France

> *« Quand le taux dépasse la croissance, la dette grossit toute seule. »*

La trappe à dette

Une règle simple gouverne la dette publique : quand un pays emprunte à un taux supérieur à sa croissance, sa dette grossit d'elle-même, même s'il ne dépense pas un euro de plus. En 2026, la France emprunte à dix ans à 4,80 % et son PIB croît d'environ 2 % par an en valeur. Le taux est plus de deux fois supérieur à la croissance : la France est dans la trappe.

GRAPHIQUE 5 La trappe à dette française : croissance nominale, taux à 10 ans et dette/pib



Source : Insee, Eurostat, FMI. Zone rose : le taux dépasse la croissance, la dette grossit d'elle-même.

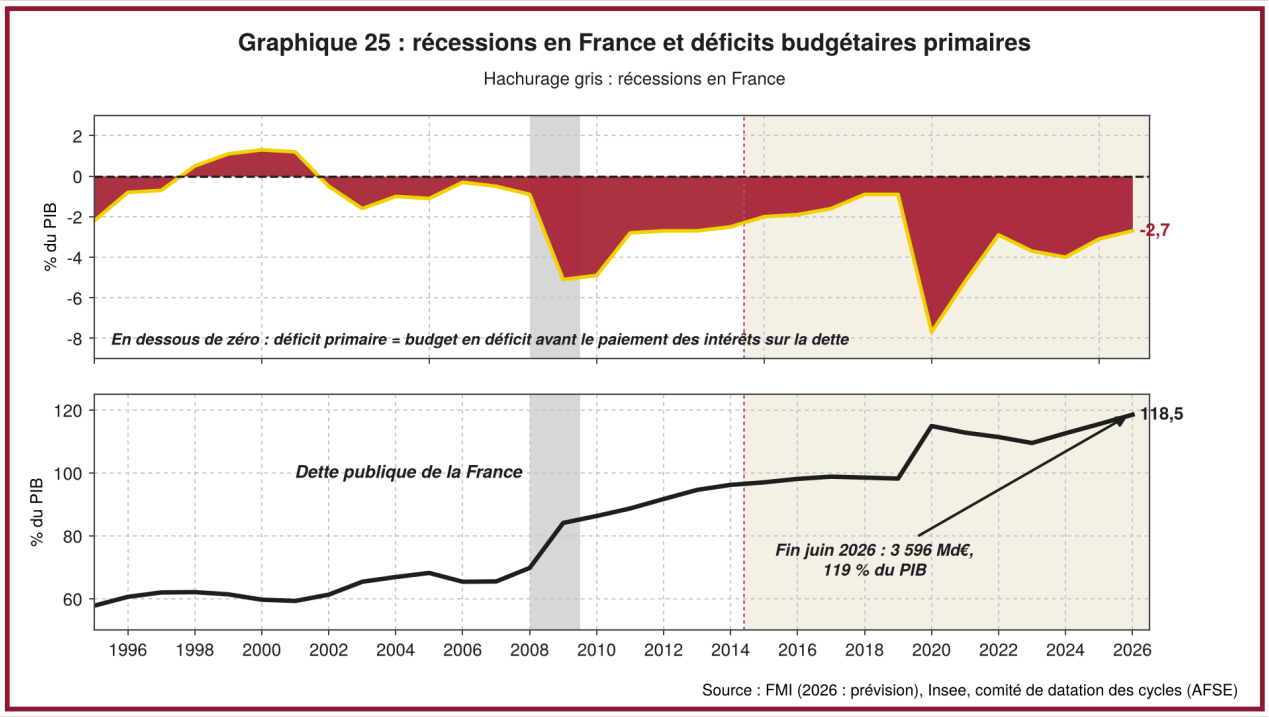
Le dossier de 2014 annonçait déjà cette trappe. Elle a été retardée de dix ans, d'abord par les taux zéro de la BCE, qui ont permis à l'État d'emprunter presque gratuitement de 2015 à 2021, puis par l'inflation de 2022-2023, qui a gonflé le PIB plus vite que les taux. Cette parenthèse a donné l'illusion que la dette ne

coûtait rien. Elle s'est refermée en 2025.

Les chiffres

Fin juin 2026, la dette publique atteint 3 596 milliards d'euros, soit 119 % du PIB. Depuis 2002, la France n'a jamais dégagé un seul excédent budgétaire hors intérêts. En 2026, elle est encore en déficit primaire de 2,7 % du PIB. La charge d'intérêts de l'État atteindra 72,9 milliards d'euros en 2027, après 52 milliards en 2025, et l'État devra placer un montant record de 340 milliards d'euros d'emprunts à moyen et long terme.

GRAPHIQUE 6 Récessions en france, déficits primaires et dette publique



Source : FMI (2026 : prévision), Insee, comité de datation des cycles (AFSE).

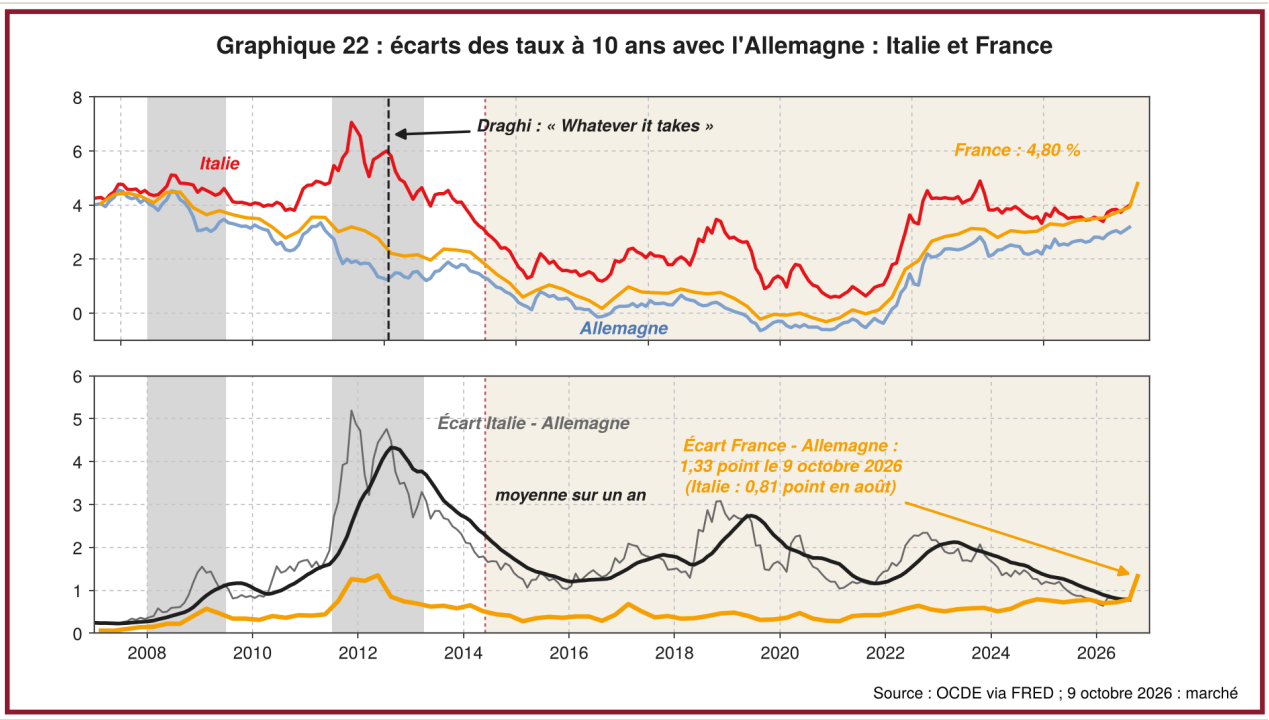
INDICATEUR	DOSSIER DE 2014	OCTOBRE 2026
Dette publique	env. 2 000 Md€	3 596 Md€ (fin juin)
Dette en % du PIB	env. 95 %	119 %
Taux de l'OAT à 10 ans	env. 2 %	4,80 %
Solde primaire	déficit	déficit de 2,7 % du PIB
Excédent primaire nécessaire	—	2,5 à 3,5 % du PIB
Effort à fournir	—	plus de 5 points de PIB, > 150 Md€ par an

Sources : Insee, Agence France Trésor, Eurostat ; chiffres de 2014 : dossier de l'Institut des Libertés.

Le fait nouveau : la France emprunte plus cher que le Sud

La France emprunte désormais plus cher que l'Espagne et le Portugal, et autant que l'Italie. Le 18 septembre 2026, l'écart de taux avec l'Allemagne a dépassé un point pour la première fois depuis 2012. Début octobre, il a brièvement franchi 1,5 point.

GRAPHIQUE 7 Écarts de taux à 10 ans avec l'allemagne : italie et france



Source : OCDE via FRED ; 9 octobre 2026 : marché.

Le piège européen

La BCE ne peut pas sauver la France. Avec la guerre en Iran, le pétrole est monté et l'inflation allemande est repartie ; la BCE a relevé ses taux en juin puis en septembre. L'Allemagne a besoin de taux plus élevés, la France ne peut pas les supporter. Une seule politique monétaire pour deux pays qui ont besoin du contraire : c'est le piège que Charles Gave décrivait dès 2022.

La BCE dispose bien d'un instrument anti-fragmentation, mais il est conditionnel, et la France, sous procédure pour déficit excessif, risque de ne plus en remplir les conditions. Il resterait alors un programme d'aide européen, avec la troïka à Paris. Charles Gave l'écrivait en 2023 : ou bien la tutelle, ou bien la reconquête de la souveraineté monétaire. Entre les deux, il n'y a rien.

04

Le scénario : une sortie à chaud

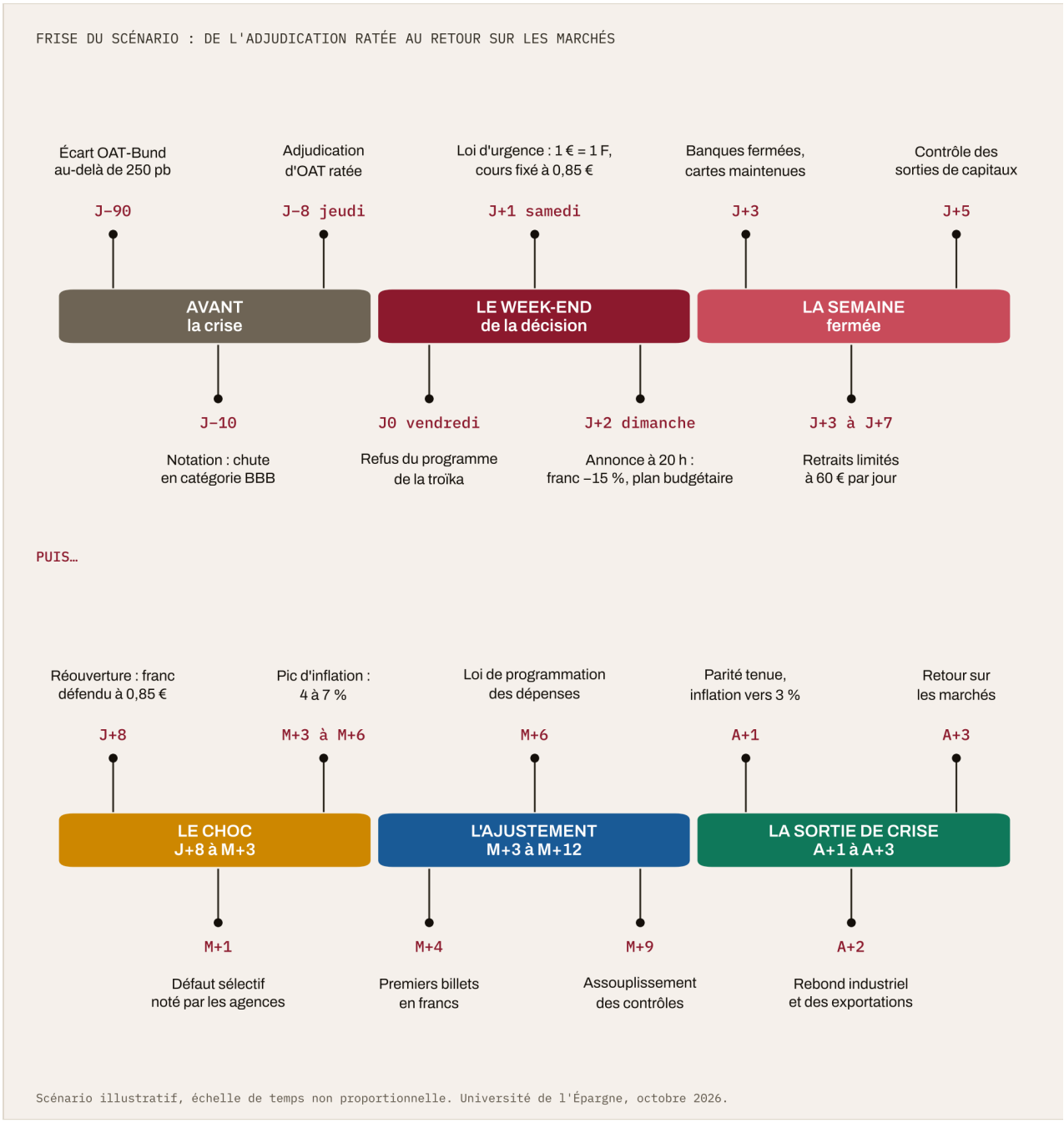
En 2014, nous plaidions pour une sortie « à froid », négociée entre tous les pays, qui aurait coûté environ 54 milliards d'euros à la France. En 2026, le scénario le plus probable est une sortie « à chaud », forcée par les marchés : l'État annule une adjudication faute de prêteurs, Bruxelles propose son programme d'aide, et le gouvernement refuse.

Le scénario qui suit n'est pas une prévision. Il est construit sur des précédents réels, la Tchécoslovaquie en 1993, l'Argentine en 2002, l'Islande en 2008 et la Grèce en 2015, pour montrer ce qu'il faudrait faire, dans quel ordre, et ce qui pourrait mal tourner. Il repose sur quatre décisions prises à l'avance :

- **La conversion à un pour un.** Tout ce qui est en euros dans un contrat de droit français devient des francs : salaires, pensions, loyers, dépôts, crédits, dette de l'État.
- **Une dévaluation décidée de 15 %.** Le franc est fixé à 0,85 euro, avec une marge de ±3 %, et la Banque de France le défend.
- **Un contrôle des capitaux immédiat,** levé par étapes.
- **Un plan chiffré de baisse de la dépense publique sur cinq ans,** annoncé le soir même.

C'est la leçon de 1958 : le 28 décembre, le général de Gaulle annonçait dans la même allocution la dévaluation et le plan Pinay-Rueff.

GRAPHIQUE 8 Frise du scénario de sortie, du premier signal au retour sur les marchés



Source : Université de l'Épargne, scénario illustratif (octobre 2026).

05

Le week-end décisif : 50 heures

> *« Cinquante heures pour changer la monnaie d'un pays de 68 millions d'habitants. »*

Vendredi, 17 h 30 et 20 h

Tout se passe un vendredi soir, parce que c'est le seul moment où l'on dispose de deux jours sans marchés. Toutes les séparations monétaires récentes se sont faites sur un week-end. À 17 h 30, la Bourse de Paris ferme ; elle ne rouvrira que dix jours plus tard.

À 20 h, le président réunit un conseil de défense économique, puis un conseil des ministres extraordinaire, et convoque les deux chambres en session extraordinaire pour le lendemain. Trois textes ont été préparés dans le plus grand secret par moins de vingt personnes : un projet de loi d'urgence modifiant un seul article du Code monétaire et financier (« La monnaie de la France est le franc »), un décret fermant les banques et instaurant le contrôle des capitaux, et une note à nos partenaires européens et à la BCE proposant de négocier la suite.

Pourquoi le secret est décisif

Une fuite le mercredi, et c'est la ruée sur les guichets le jeudi : chacun veut retirer ses euros ou les transférer en Allemagne avant qu'ils ne deviennent des francs. Les Tchécoslovaques l'ont évité en 1993. Après la partition du 1er janvier, ils ont gardé cinq semaines une monnaie commune, préparé la séparation en secret, échangé les billets du 4 au 7 février, et séparé les deux monnaies le 8.

Le cadre juridique

Du point de vue européen, une sortie unilatérale est une violation des traités : l'article 50 organise la sortie de l'Union, pas de la monnaie, et le passage à l'euro y est dit « irrévocable ». Elle ouvrirait un conflit avec Bruxelles et poserait la question de la place de la France dans l'Union. Du point de vue français, elle est possible : selon le principe de la lex monetae, chaque État définit lui-même sa monnaie, et une loi suffit.

Samedi : la loi d'urgence

Le Parlement siège toute la journée et vote la loi dans la nuit. Les retraits aux distributeurs sont plafonnés à 60 euros par jour dès 6 heures du matin, comme en Grèce en 2015.

ARTICLE	CONTENU	CE QUE CELA CHANGE
1	La monnaie de la France est le franc.	—
2	Tout ce qui est en euros dans un contrat de droit français devient des francs, à un pour un.	Un salaire de 3 000 € devient 3 000 F, un livret A de 20 000 € devient 20 000 F ; idem pour les crédits et la dette de l'État.
3	Le cours du franc est fixé à 0,85 euro, marge de ±3 %.	Un euro vaut environ 1,18 franc : dévaluation de 15 %, défendue par la Banque de France.
4	Les billets et pièces en euros restent utilisables en France pendant la transition.	En attendant les premiers billets en francs.
5	Les sorties de capitaux sont soumises à autorisation.	Plus de transferts libres vers l'étranger.
6	La Banque de France est indépendante et ne peut financer le déficit de l'État.	Un objectif d'inflation, pas de planche à billets.

Deux taux ne doivent pas être confondus. Le taux de conversion intérieur, un pour un, était déjà notre recommandation en 2014 : le dimanche matin, rien ne change sur les étiquettes, les fiches de paie ni les relevés de compte. Le cours du franc face aux autres monnaies, 0,85 euro, est fixé par l'État plutôt que laissé au hasard de la réouverture des marchés : à l'intérieur rien ne bouge, mais tout ce qui vient de l'étranger coûte d'un coup environ 18 % de plus en francs.

La loi française ne peut convertir que ce qui relève du droit français. Une entreprise qui a emprunté en dollars à New York doit toujours des dollars, et la Banque de France doit toujours ses euros au reste de l'Eurosystème.

Dimanche, 20 h : l'allocution

Le discours présidentiel a un seul objectif, éviter la panique. Il tient en cinq phrases : vos dépôts sont garantis, désormais en francs ; votre salaire et votre pension seront versés normalement ; les banques sont fermées toute la semaine mais les cartes fonctionnent pour les achats en France ; les retraits d'espèces sont limités ; les sorties d'argent vers l'étranger sont contrôlées.

Le même soir, le président annonce les deux décisions qui font la crédibilité du franc : la dévaluation de 15 %, présentée comme un acte unique et non comme le début d'une série, et le plan de redressement, avec une baisse de la dépense chiffrée sur cinq ans, une règle budgétaire et l'engagement que la Banque de France ne financera pas le déficit. Une dévaluation sans plan budgétaire serait attaquée dès la réouverture des marchés.

La réponse de Francfort arrive dans la soirée : la BCE coupe la Banque de France du système de paiement TARGET. Les banques françaises n'ont plus accès aux euros de la BCE. À ce moment précis, la France est seule.

06

La semaine fermée, jour par jour

Le système financier est mis entre parenthèses, mais les Français doivent pouvoir continuer à faire leurs courses, prendre de l'essence et payer leur loyer.

JOUR	CE QUI SE PASSE	LE POINT CLÉ
Lundi J+3	Agences fermées, comme à Chypre en 2013 et en Grèce en 2015 ; cartes et virements intérieurs en francs fonctionnent ; retraits limités à 60 € par jour ; marchés fermés.	Les salaires et les loyers peuvent être payés.
Mardi J+4	Les billets en euros restent de vrais euros, valables partout ailleurs, alors que les comptes sont en francs.	Loi de Gresham : chacun garde ses billets et paie par carte. Impossible de les « franciser » comme les Tchécoslovaques l'avaient fait avec des timbres.
Mercredi J+5	Le contrôle des capitaux se durcit : sorties d'espèces limitées, virements vers l'étranger bloqués sauf motif justifié.	Les exportateurs rapatrient leurs devises ; les grands groupes gardent leur trésorerie hors de France.
Jeudi J+6	La Banque de France commande les premiers billets en francs à son imprimerie de Chamalières.	Il faudra trois à quatre mois avant qu'ils arrivent.
Vendredi J+7	Loi de finances rectificative : économies de fonctionnement, gel des embauches publiques, baisse temporaire des taxes sur l'énergie.	Le moment le plus important : c'est le plan, pas la monnaie, qui décidera du succès.

07

Lundi J+8 : le franc à 0,85 euro

> *« Ce n'est pas la monnaie qui sauve un pays, c'est le plan qui l'accompagne. »*

Les banques rouvrent, avec un plafond de retrait. À 9 heures, le franc est coté pour la première fois, à son cours officiel de 0,85 euro. La Banque de France relève fortement son taux directeur pour décourager la spéculation, et le contrôle des capitaux fait le reste. Sur les marchés à terme étrangers, le franc apparaîtra sans doute avec une décote plus forte, de 20 à 25 % : c'est le test de crédibilité des premières semaines.

Pourquoi décider plutôt que laisser flotter

Le Royaume-Uni et la Suède avaient laissé flotter leur monnaie en 1992. Notre scénario fait le choix de la France de 1958 et de 1969, pour quatre raisons.

- **Éviter la panique.** Un franc livré au marché aurait probablement chuté de 25 à 35 % dans les premiers jours : c'est le dépassement observé avec la livre, la couronne suédoise, le peso argentin et la couronne islandaise.
- **Rendre le cours défendable.** Avec un contrôle des capitaux, 0,85 euro tient beaucoup mieux qu'une parité exposée à la spéculation.
- **Coûter moins cher.** Moins d'inflation, et moins de pertes pour les créanciers.
- **Donner un point d'ancrage.** Un cours annoncé par l'État, avec un plan, rassure les entreprises, les syndicats et les épargnants.

Le chiffre de 15 % correspond au bas de notre fourchette d'équilibre, de 15 à 20 %. C'est la baisse de la livre face au mark en 1992, et c'est proche des 17,55 % de 1958. Au-delà, on gagne peu en compétitivité et l'on paie beaucoup plus en inflation.

Les risques d'une parité fixe

Le premier risque est la crédibilité. Les réserves de la France s'élèvent à 370 milliards d'euros, dont 289 milliards en or et seulement 35 milliards en devises : défendre le franc voudrait dire mobiliser l'or, ce qui est politiquement sensible. Le deuxième est le chiffre : si l'équilibre est plutôt à 20 %, la parité sera attaquée, et

une seconde dévaluation serait bien pire qu'un flottement initial. Le troisième est le budget : le cours ne tient que si le plan de baisse des dépenses est crédible.

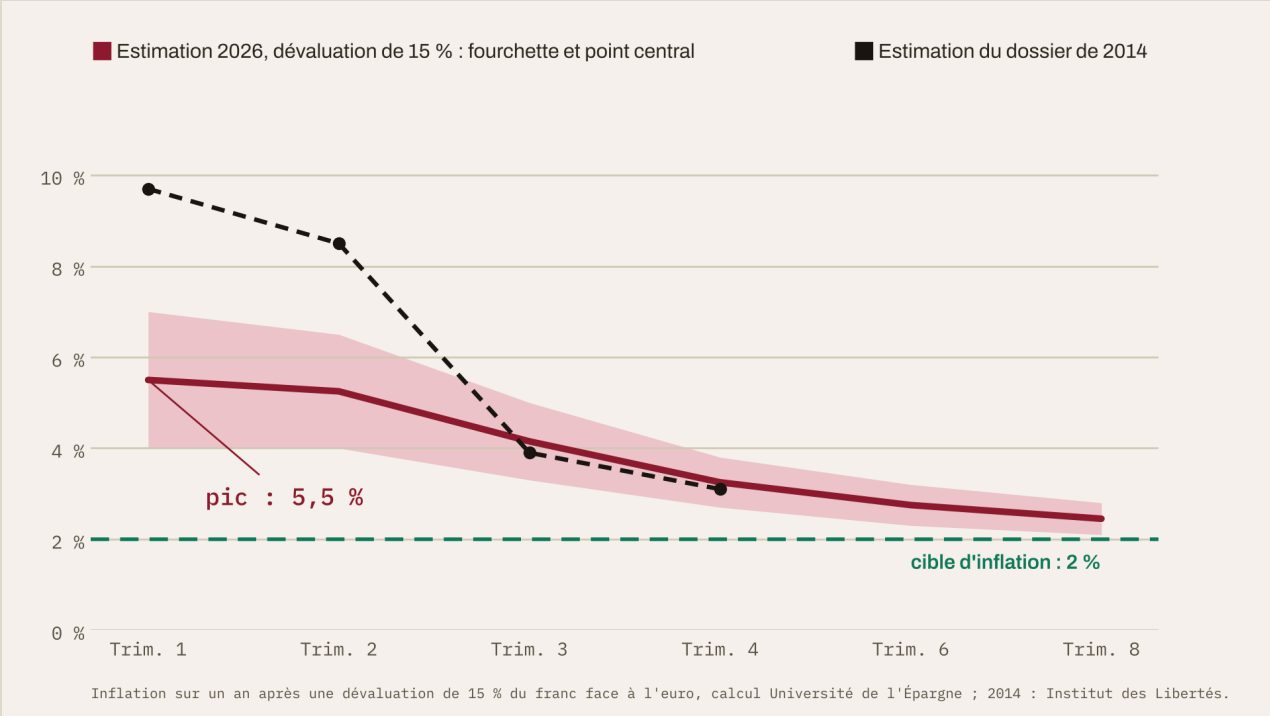
La Bourse rouvre le même jour. En euros, elle baisse fortement ; en francs, pas forcément. Une entreprise dont les recettes sont en dollars, en euros ou en yuans voit leur valeur en francs augmenter. Dans une dévaluation, une entreprise qui gagne sa vie à l'étranger résiste mieux qu'un placement qui ne rapporte qu'en monnaie nationale.

08

Combien d'inflation ?

Une dévaluation de 15 % ne fait pas monter les prix de 15 %. L'essentiel de ce que nous consommons est produit en France, les importations pèsent environ un tiers du PIB et servent en partie à fabriquer nos exportations, une partie peut être remplacée par une production française devenue moins chère, et les prix à l'importation ne répercutent pas tout de suite la baisse de la monnaie.

GRAPHIQUE 9 **Inflation estimée après une dévaluation de 15 % du franc**



Source : calculs Université de l'Épargne ; estimation de 2014 : Institut des Libertés.

Notre estimation place le pic d'inflation entre 4 et 7 % sur un an, autour de 5,5 % en point central, entre le troisième et le sixième mois. L'inflation redescend ensuite vers 3 % au bout d'un an et vers la cible de 2 % au bout de deux ans. C'est nettement moins que les 9,7 % prévus en 2014, parce que la dévaluation est limitée à 15 % et que la fixation du cours évite la panique ; un franc flottant aurait plutôt donné un pic de 6 à 10 %. C'est aussi moins que les 7 % connus en 2023, dans l'euro.

La décrue est un peu plus lente qu'en 2014, parce que l'énergie, payée en dollars, pèse plus lourd, et parce qu'une sortie forcée dans la défiance n'a pas le même effet qu'une sortie négociée. Une condition est essentielle : que les salaires ne soient pas indexés sur les prix. L'État dispose d'un levier immédiat, la baisse temporaire des taxes sur les carburants, au prix d'un manque à gagner budgétaire.

Il faut le dire clairement : une dévaluation est une baisse de salaire qui ne dit pas son nom. Le salaire reste le même en francs, mais ce qui vient de l'étranger coûte plus cher. La Grèce, l'Espagne et le Portugal ont fait le même ajustement dans l'euro, par le chômage et sur plusieurs années. La dévaluation le fait en quelques semaines, et pour tout le monde en même temps.

09

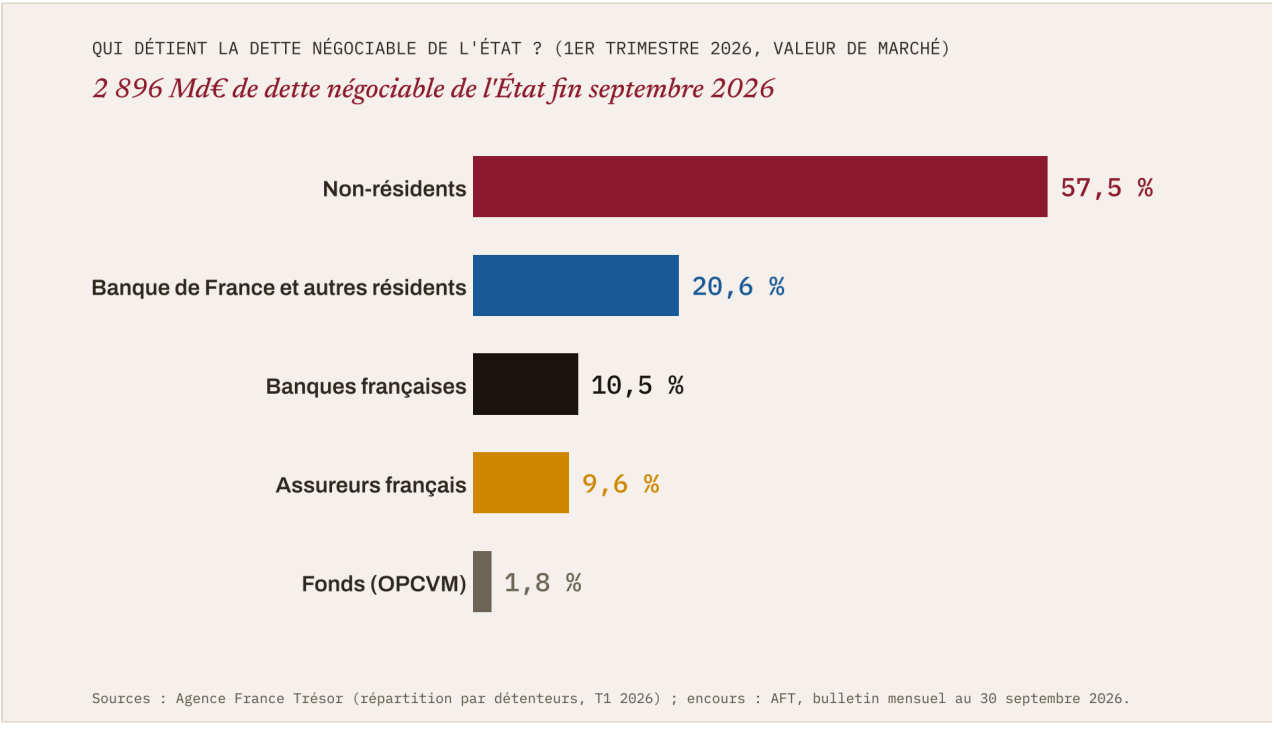
Qui paie ?

> *« Dans toutes les crises de ce type, l'argent part avant la décision. »*

La dette de l'État

Nous n'avons trouvé aucune obligation d'État française émise sous droit étranger : une loi peut donc convertir toute la dette en francs. Mais 57,5 % de la dette négociable est détenue par des non-résidents, qui avaient prêté des euros et recevront des francs valant 15 % de moins.

GRAPHIQUE 10 **Qui détient la dette négociable de l'état ?**



Source : Agence France Trésor (répartition par détenteurs, 1er trimestre 2026) ; encours au 30 septembre 2026.

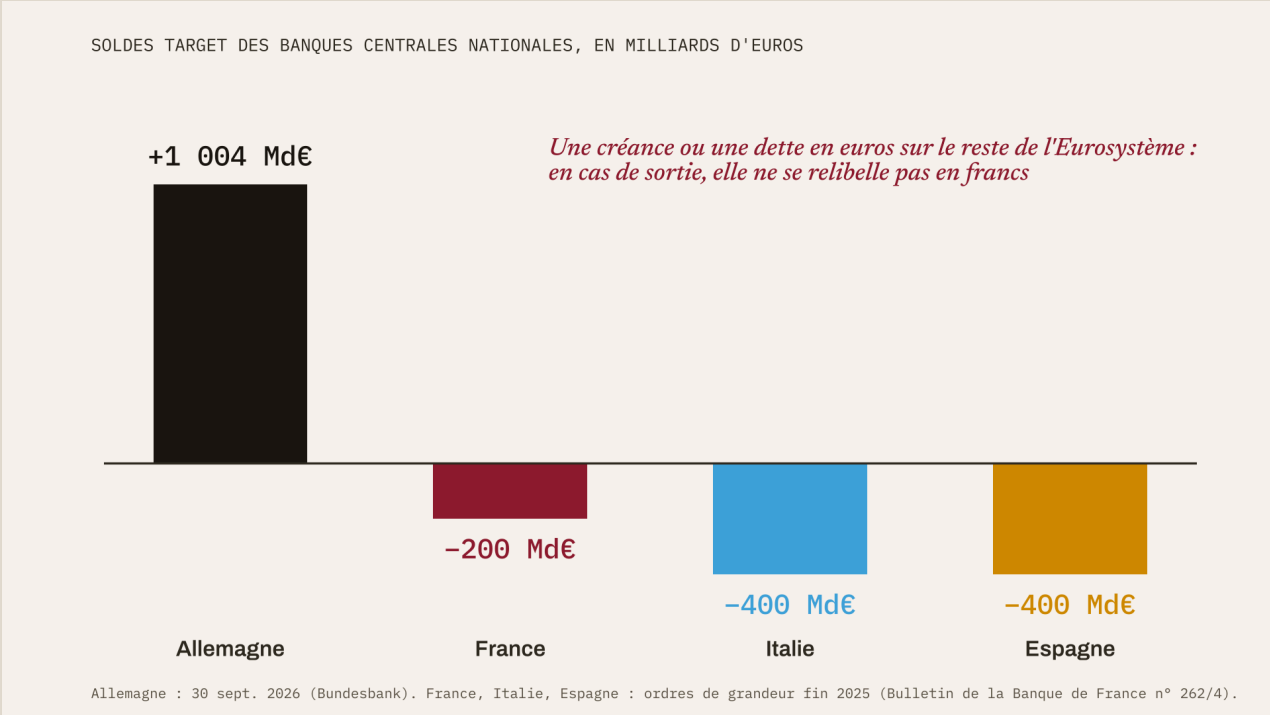
Les étrangers détiennent environ 1 665 milliards d'euros de dette française. Avec une dévaluation de 15 %, leur perte atteint environ 250 milliards d'euros, un peu plus de 8 % du PIB. Avec un franc flottant stabilisé 20 % plus bas, elle aurait atteint 330 milliards ; ces 80 milliards d'écart compteront dans la négociation avec les créanciers.

En 2014, nous écrivions qu'une conversion en francs n'était pas un défaut. C'était vrai dans une dissolution ordonnée de l'euro, pas dans un scénario où l'euro continue d'exister. Un créancier qui reçoit 100 francs valant 85 euros a perdu 15 % : pour les agences, c'est un « défaut sélectif », dont les marchés se souviendront pendant des années.

La dette que la loi ne peut pas convertir

La dette de la Banque de France envers l'Eurosystème, dans le système TARGET, reste due en euros. Elle naît chaque fois qu'un Français transfère ses euros vers une banque allemande. Fin 2025, elle était d'environ 200 milliards d'euros ; avec un franc dévalué de 15 %, elle coûte environ 235 milliards de francs, et elle aura grossi pendant les semaines de fuite des dépôts qui précèdent la sortie.

GRAPHIQUE 11 **Soldes target des principales banques centrales nationales, en milliards d'euros**



Source : Bundesbank (30 septembre 2026) ; France, Italie, Espagne : ordres de grandeur fin 2025 (Banque de France).

La planche à billets n'est pas une solution

Techniquement, la Banque de France pourrait financer l'État. Mais les traités l'interdisent à toutes les banques centrales de l'Union, et l'histoire montre où cela mène : Law au XVIIIe siècle, les assignats sous la Révolution, l'Argentine avec plus de 200 % d'inflation en 2023. À chaque fois, les épargnants ont été ruinés.

Gagnants et perdants

SITUATION	EFFET	POURQUOI
Livret, compte courant	Perdant	Le solde ne bouge pas en francs, mais perd 15 % de pouvoir d'achat à l'étranger puis subit l'inflation.
Assurance-vie en fonds euros	Perdant	Plus de 1 500 Md€ placés, surtout en obligations dont un quart de dette française ; la garantie s'applique en francs.
Crédit immobilier à taux fixe	Gagnant	Les mensualités ne bougent pas en francs et l'inflation les allège.
Salarié, retraité	Perdant à court terme	Le pouvoir d'achat baisse, puis peut se redresser si l'emploi repart.
Exportateurs, tourisme	Gagnants	Leurs prix deviennent plus compétitifs.
Importateurs	Perdants	Ce qu'ils achètent à l'étranger coûte 18 % de plus.

C'est pourquoi, dans toutes les crises de ce type, l'argent part avant la décision, et pourquoi le contrôle des capitaux est inévitable.

10

La première année, mois par mois

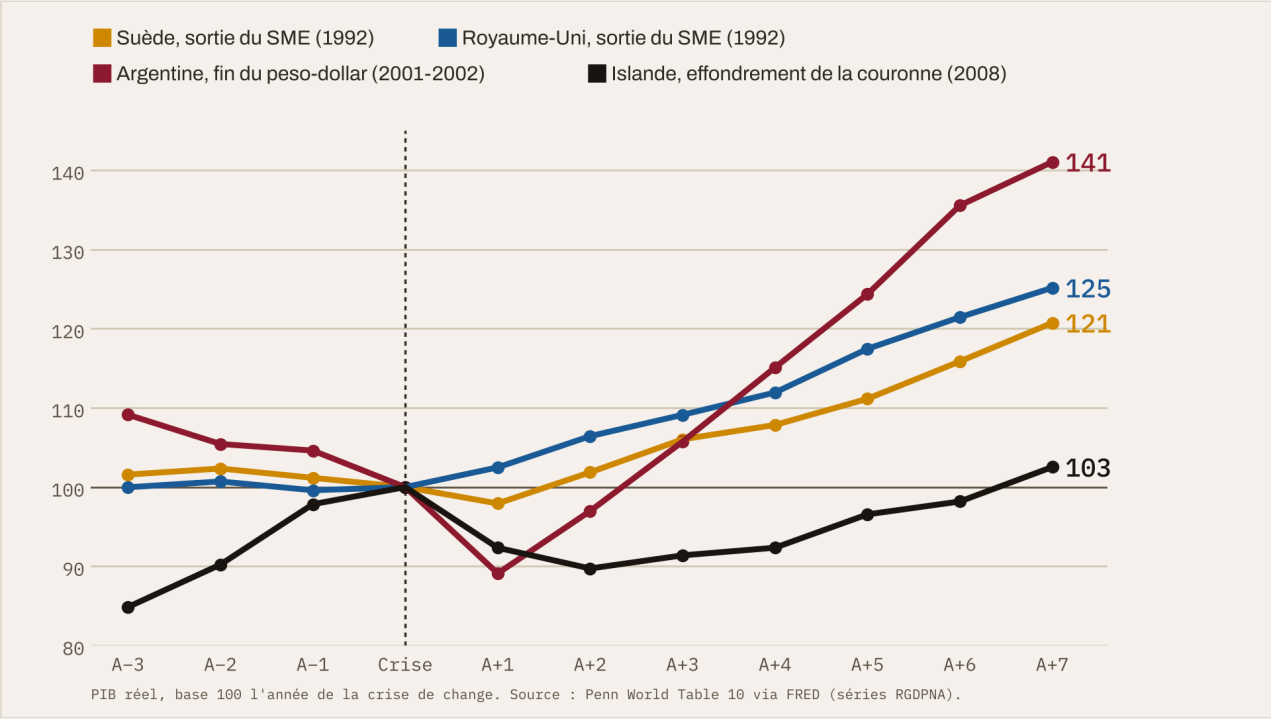
ÉCHÉANCE	CE QUI SE PASSE
M+1	Les agences classent la France en « défaut sélectif ». Les créanciers étrangers saisissent les tribunaux de Londres et de New York, avec de faibles chances puisque la dette est de droit français. Bruxelles engage une procédure ; le débat sur le maintien dans l'Union s'ouvre.
M+3 à M+6	Pic d'inflation ; les salaires ne suivent pas tout de suite. Les exportations et le tourisme repartent.
M+4	Les premiers billets en francs arrivent ; les billets en euros sont échangés ou quittent le pays.
M+6	Loi de programmation sur le modèle canadien des années 1990, avec une règle budgétaire à la suédoise : non-remplacement d'une partie des départs, baisse des budgets de fonctionnement, réforme des retraites. Objectif : ramener la dépense publique de 57 à 50 % du PIB en cinq ans.
M+9	Assouplissement du contrôle des capitaux pour les particuliers ; plus long pour les entreprises. L'Islande l'a gardé plus de huit ans, la Grèce quatre ans.
M+12	Le franc a tenu sa marge autour de 0,85 euro, la Banque de France baisse ses taux, l'inflation revient vers 3 %. Se pose ensuite la question d'un flottement à la suédoise ou d'un ancrage durable.

À partir de la deuxième année, deux chemins s'ouvrent : celui de 1958, ou celui de l'Argentine. L'histoire permet de dire ce qui les sépare.

11

Ce que l'histoire enseigne

GRAPHIQUE 12 Le pib avant et après quatre crises de change (base 100 l'année de la crise)



Source : Penn World Table 10 via FRED (séries RGDPNA).

CAS	CE QUI S'EST PASSÉ	LEÇON
Royaume-Uni et Suède, 1992	Sortie du système de change européen ; la livre perd environ 15 % face au mark, la couronne environ 23 %. Pas de défaut ni de contrôle des capitaux. PIB en hausse de 20 à 25 % sept ans plus tard.	La dévaluation réussit quand elle s'accompagne d'une politique budgétaire stricte.
Argentine, 2002	Dépôts bloqués (« corralito »), défaut, peso passé d'un à près de quatre pour un dollar. PIB en baisse de 11 % en un an, pauvreté au-delà de 57 %, puis croissance de 8 à 9 % par an pendant cinq ans.	Dix ans de procès avec les créanciers, et l'inflation revient dès que l'État se finance par sa banque centrale.

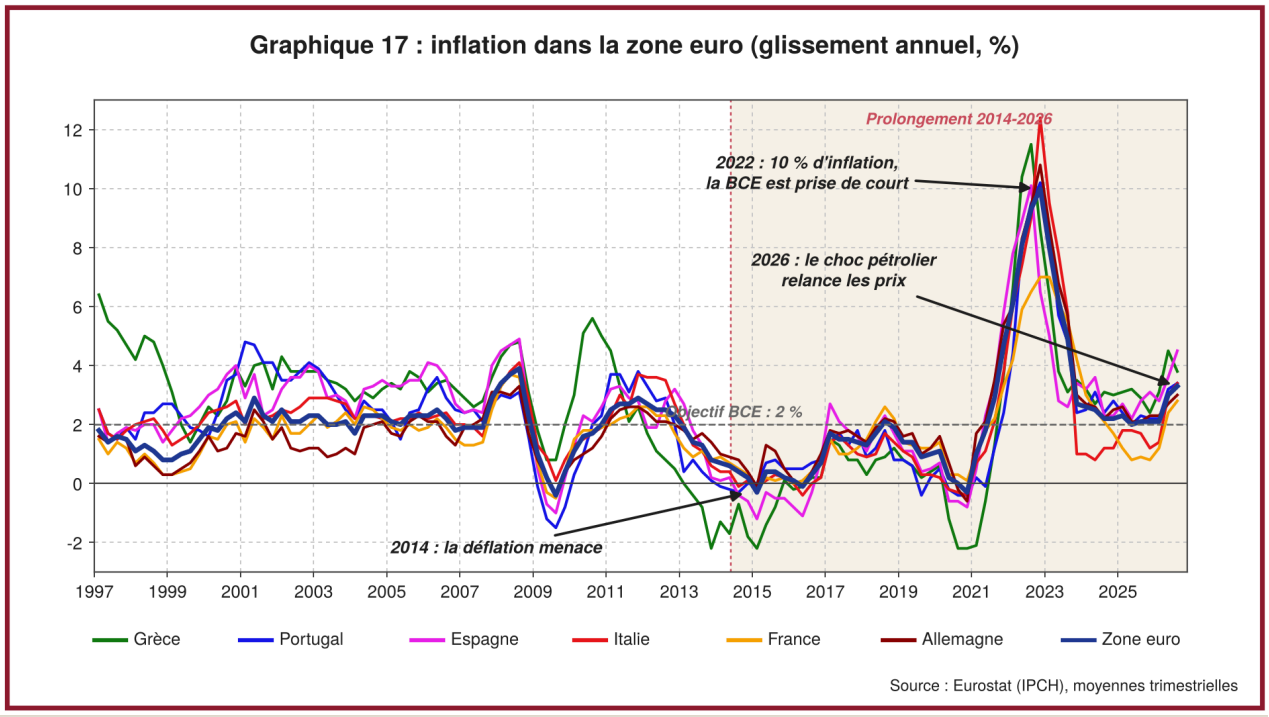
CAS	CE QUI S'EST PASSÉ	LEÇON
Islande, 2008	La couronne perd environ la moitié de sa valeur ; contrôle des capitaux jusqu'en 2017 ; PIB de 2008 retrouvé en 2015.	Une crise bancaire allonge tout.
Tchécoslovaquie, 1993	Séparation monétaire préparée en secret et réalisée en une semaine ; échange plafonné à 4 000 couronnes en espèces par personne ; couronne slovaque en baisse d'environ 10 %.	Le mode d'emploi du week-end.
Grèce, 2015	Banques fermées trois semaines, retraits à 60 € par jour, mais maintien dans l'euro et troisième programme d'aide ; contrôle des capitaux levé en 2019.	Le chemin de la troïka.
France, 1958 et 1969	Dévaluation de 17,55 % avec le plan Pinay-Rueff et l'ouverture commerciale ; puis dévaluation de 11,1 % suivie d'un excédent commercial.	La dévaluation n'est pas une fin, c'est l'outil d'une politique.

12

Quatre idées fausses

- « **On ne peut pas sortir de l'euro.** » Aucune construction humaine n'est éternelle. La Tchécoslovaquie a séparé sa monnaie en une semaine. Les traités ne prévoient pas la sortie, mais une loi suffit à redéfinir la monnaie d'un État. La vraie question est : dans quel ordre, et avec quel plan budgétaire ?
- « **Cela détruirait le pouvoir d'achat.** » Une dévaluation de 15 % donnerait un pic d'inflation autour de 5,5 %, moins que les 7 % de 2023 dans l'euro. C'est une baisse temporaire du pouvoir d'achat, qui se rattrape par l'emploi.
- « **La fin de l'euro, c'est la fin de l'Europe.** » Le Danemark, la Suède, la Pologne et la République tchèque sont dans l'Union sans l'euro. Et 91 % des Européens se disent attachés à leur pays, contre 63 % à l'Union.
- « **La dette exploserait.** » Émise en droit français, elle serait convertie en francs et n'augmenterait pas en francs ; la perte, environ 250 milliards d'euros, serait supportée par les créanciers étrangers. Avec une nuance : les agences parleraient de défaut sélectif, et la France paierait plus cher pendant des années.

GRAPHIQUE 13 Inflation dans la zone euro, glissement annuel en %



Source : Eurostat (IPCH), moyennes trimestrielles.

13

Conclusion : pourquoi la France finira probablement à la grecque

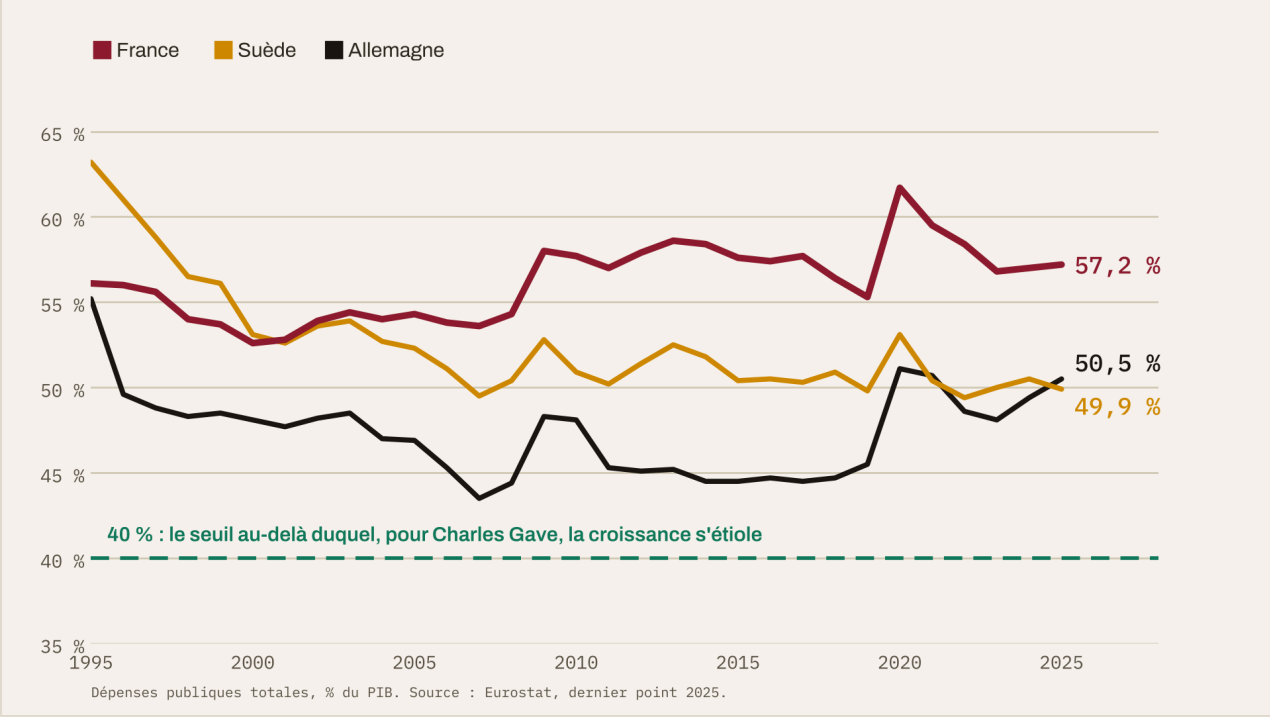
> *« Ce n'est pas la monnaie qui fait la prospérité d'un pays, ce sont les profits de ses entreprises. »*

Baisser la dépense ne suffira plus

Il y a dix ans, il aurait suffi de baisser la dépense publique. Ce n'est plus le cas. L'effort nécessaire dépasse 5 points de PIB, plus de 150 milliards d'euros par an, et aucun gouvernement ne l'a jamais fait. Surtout, le faire dans l'euro, sans pouvoir dévaluer, condamne à la récession : 150 milliards de dépenses en moins, ce sont 150 milliards de revenus en moins pour les ménages et les entreprises. L'activité recule, les recettes baissent, le déficit se rouvre, et comme le PIB baisse, le poids de la dette augmente.

C'est ce qu'a vécu la Grèce. Entre 2010 et 2014, elle a mené l'austérité la plus dure de l'histoire européenne d'après-guerre : son économie a perdu plus d'un quart de sa taille, et sa dette est passée d'environ 130 à plus de 175 % du PIB.

GRAPHIQUE 14 Dépenses publiques en % du pib : france, suède, allemagne



Source : Eurostat, dernier point 2025. En pointillés : le seuil de 40 % au-delà duquel, pour Charles Gave, la croissance s'étiole.

La seule vraie solution, et pourquoi elle ne sera pas prise

Économiquement, la seule solution qui permette à la fois de baisser la dépense et d'éviter la dépression est celle de 1958 : sortir, dévaluer et réformer en même temps, la dévaluation donnant de l'air aux entreprises pendant que l'État se réforme. Une dévaluation sans baisse de la dépense, c'est l'Argentine ; une baisse de la dépense sans dévaluation, c'est Laval en 1935 ; les deux ensemble, c'est 1958.

Mais cela ne se fera pas. 72 % des Français jugent que l'euro est une bonne chose, aucun grand parti ne propose d'en sortir, et aucun gouvernement ne prendra le risque du week-end décrit dans cette note. En pratique, quand les marchés diront stop, la France fera ce que la Grèce a fait en 2010 : elle acceptera le programme d'aide européen.

Ce que cela voudra dire

- **La troïka à Paris.** La Commission, la BCE et le FMI vérifient les comptes tous les trois mois ; chaque versement dépend du respect de leurs conditions. Le budget ne se décide plus vraiment à Paris.
- **Des mesures qui rapportent vite.** Baisse des pensions, hausse de la TVA, gel ou baisse des salaires des fonctionnaires, hausse des impôts sur l'immobilier.
- **La dévaluation interne.** Faute de baisser la monnaie, on baisse les salaires, pendant des années et par le chômage. En Grèce, il a dépassé 25 %, et plus de la moitié des jeunes étaient sans emploi.
- **Pour l'épargne,** une fiscalité en hausse sur tout ce qui ne peut pas partir, l'immobilier, l'assurance-vie, les livrets, et en cas de panique bancaire un contrôle des capitaux comme en Grèce en 2015, sans la contrepartie d'une monnaie qui retrouve sa compétitivité.

- **La durée.** La Grèce a vécu sous programme de 2010 à 2018, et son contrôle des capitaux n'a été totalement levé qu'en 2019 : une décennie perdue, et une génération partie travailler à l'étranger.

Le mot de la fin

En 2014, nous écrivions qu'il valait mieux sortir de l'euro « à froid plutôt qu'à chaud ». Nous n'avons pas été entendus. Nous pensons aujourd'hui que la France ne sortira ni à froid, ni à chaud : elle restera, et elle paiera, comme la Grèce.

La leçon de Charles Gave demeure : ce n'est pas la monnaie qui fait la prospérité d'un pays, ce sont les profits de ses entreprises. L'euro a supprimé la soupape du change. Le jour où il faudra payer, ce ne sera donc pas la monnaie qui s'ajustera, mais nos salaires, nos retraites et notre épargne. Le meilleur moment pour protéger son épargne, c'est avant la crise, pas pendant.

L'euro est une erreur qu'il nous faut corriger. L'Europe est un acquis qu'il nous faut préserver.

POUR ALLER PLUS LOIN

Protéger son épargne, c'est avant la crise, pas pendant.

Ce dossier prolonge le *Dossier sur l'euro* de 2014 (Charles Gave, Emmanuelle Gave et Romain Metivet) et *Réussir sa désindustrialisation* (Charles Gave, 2023).

À VOIR SUR NOTRE CHAÎNE YOUTUBE

« La fin de l'euro ? » et « La sortie de l'euro, heure par heure ».

À L'UNIVERSITÉ DE L'ÉPARGNE

Nos cours, nos notes et l'espace étudiants : app.universitedelepargne.fr

UNIVERSITÉ DE L'ÉPARGNE

Exercice d'anticipation. Ce document ne constitue ni une prévision, ni une recommandation politique, ni un conseil en investissement. © Université de l'Épargne, octobre 2026.