

Le jour où la France sortirait de l'euro : scénario d'une faillite et d'un retour au franc

NOTE DE RECHERCHE · DOSSIER

Université de l'Épargne · 12 octobre 2026 · Mise à jour et prolongement de deux travaux de l'Institut des Libertés : le *Dossier sur l'euro. Raisons et conséquences d'une sortie* (Charles Gave, Emmanuelle Gave et Romain Metivet, mai 2014) et *Réussir sa désindustrialisation* (Charles Gave, juin 2023). Chiffres arrêtés au 12 octobre 2026 (marchés : clôture du vendredi 9 octobre). Le scénario présenté est un exercice d'anticipation, pas une prévision.

En bref

- **Douze ans après le dossier de 2014, le problème a changé d'échelle.** La dette publique est passée d'environ 2 000 à 3 595 milliards d'euros (119 % du PIB à fin juin 2026). L'État emprunte à dix ans à près de 4,8 %, contre environ 2 % à l'époque. La charge d'intérêts de l'État atteindra 72,9 milliards d'euros en 2027, après 52 milliards en 2025. Et il devra placer un montant record de 340 milliards d'euros d'emprunts à moyen et long terme l'an prochain.
- **Le diagnostic de fond reste celui de Charles Gave.** Dans un régime de change fixe, si le taux de change ne peut plus s'ajuster, ce sont les marges des entreprises qui servent de variable d'ajustement. Depuis le « franc fort », puis l'euro, la France a perdu son industrie pendant que la Suède, qui a gardé sa monnaie, a vu la sienne progresser de 70 %. Les administrations publiques françaises dépensent 57 % du PIB, contre 50 % en Suède.
- **La sortie de l'euro ne serait pas un choix mais une conséquence.** Le scénario le plus plausible est celui d'une crise de refinancement : une adjudication ratée, une BCE qui ne peut pas intervenir parce que la France ne remplit pas les conditions de son instrument anti-fragmentation, et un choix brutal entre un programme de type troïka et le retour à une monnaie nationale.
- **Nous proposons un scénario jour par jour**, du week-end de la décision à la troisième année : loi d'urgence, conversion à un pour un, dévaluation décidée de 15 %, fermeture des banques pendant une semaine, contrôle des capitaux, pic d'inflation, puis ajustement.
- **Une dévaluation décidée plutôt qu'un franc livré au marché.** Les contrats intérieurs sont convertis à un pour un, mais le franc n'est pas laissé flotter : son cours est fixé d'emblée à 0,85 euro, soit une dévaluation de 15 %, défendue par la Banque de France à l'abri du contrôle des capitaux, et adossée à un plan budgétaire annoncé

le même week-end. C'est la méthode de 1958. Elle évite la chute de 25 à 35 % qu'on observe dans les premiers jours d'un change flottant, et elle réduit l'inflation et les pertes infligées aux créanciers.

- **Sur la dette, la conclusion de 2014 doit être nuancée.** La quasi-totalité de la dette de l'État est de droit français et pourrait juridiquement être relibellée en francs. Mais dans un contexte de faillite, cette relibellisation serait traitée comme un défaut par les agences et les marchés. Avec une dévaluation de 15 %, elle transférerait environ 250 milliards d'euros de pertes aux créanciers étrangers. Et la dette de la Banque de France envers l'Eurosystème, environ 200 milliards d'euros, ne serait pas relibellable.
- **La monétisation n'est pas une baguette magique.** Sortie de l'euro, la Banque de France pourrait financer l'État, mais le traité européen l'interdit à toutes les banques centrales de l'Union, pas seulement à celles de la zone euro. Et l'histoire, des assignats à l'Argentine, montre où mène le financement d'un déficit de 5 % du PIB par la création monétaire.
- **Une dévaluation ne réussit que si elle sert à financer des réformes.** C'est la leçon commune de 1958, de la Suède et du Canada dans les années 1990. Sans baisse durable de la dépense publique, le nouveau franc ne serait qu'un premier pas vers des dévaluations à répétition.

AVERTISSEMENT

Ce document est un exercice d'anticipation. Il ne décrit ni un événement en cours, ni une recommandation politique. Il cherche à répondre à une question que beaucoup d'épargnants se posent : que se passerait-il, concrètement, si la France ne pouvait plus financer sa dette et devait quitter l'euro ? Les montants et les dates du scénario sont des ordres de grandeur, construits à partir des précédents historiques et des données publiques disponibles au 12 octobre 2026.

1. Douze ans après : ce que disait le dossier de 2014, et ce qui a changé

En mai 2014, à quelques semaines des élections européennes, l'Institut des Libertés publiait un dossier d'une trentaine de pages sur l'euro. Sa thèse tenait en une phrase de son président, Charles Gave : l'euro est un « Frankenstein financier », une monnaie sans nation, qui accentue les déséquilibres entre des économies trop différentes pour partager le même taux de change. Le dossier plaidait pour une dissolution ordonnée de la zone euro plutôt que pour des sorties unilatérales, et soutenait qu'un retour aux monnaies nationales coûterait moins cher qu'on ne le dit : une hausse marginale de la dette, une inflation temporaire, et une France qui retrouverait la possibilité de « financer son ajustement » par la dévaluation, comme le Canada et la Suède dans les années 1990.

En juin 2023, Charles Gave prolongeait l'analyse dans *Réussir sa désindustrialisation*. Il y démontrait, graphiques à l'appui, que la France s'est désindustrialisée parce que la rentabilité du capital y est insuffisante, et que chaque grande décision depuis 1981, du franc fort de 1992 à l'euro et aux taux zéro, a fait baisser cette rentabilité et monter le poids de l'État. Sa

conclusion était sans appel : la France entre dans une trappe à dette, et l'Allemagne n'acceptera pas que la BCE finance de nouveau la dette française. Il ne resterait alors que deux voies : une tutelle de type grec, ou la reconquête de toutes les souverainetés à la fois.

Où en sommes-nous trois ans plus tard, et douze ans après le premier dossier ? Le tableau ci-dessous résume les changements.

Indicateur	Dossier de 2014	Octobre 2026
Dette publique (Maastricht)	env. 2 000 Md€	3 595 Md€ (fin juin)
Dette en % du PIB	env. 95 %	119,0 %
Taux de l'OAT à 10 ans	env. 2 %	4,80 % (9 octobre)
Écart avec l'Allemagne	env. 0,6 point	1,33 point (9 octobre), après un pic proche de 1,5 point
Charge d'intérêts de l'État	env. 44 Md€	72,9 Md€ prévus en 2027
Politique de la BCE	taux zéro, rachats à venir	fin des rachats, bilan en baisse
Note de la France	AA à AA+	A+ (Fitch, S&P), Aa3 négative (Moody's)
Dette détenue par la Banque de France	quasi nulle	environ un sixième

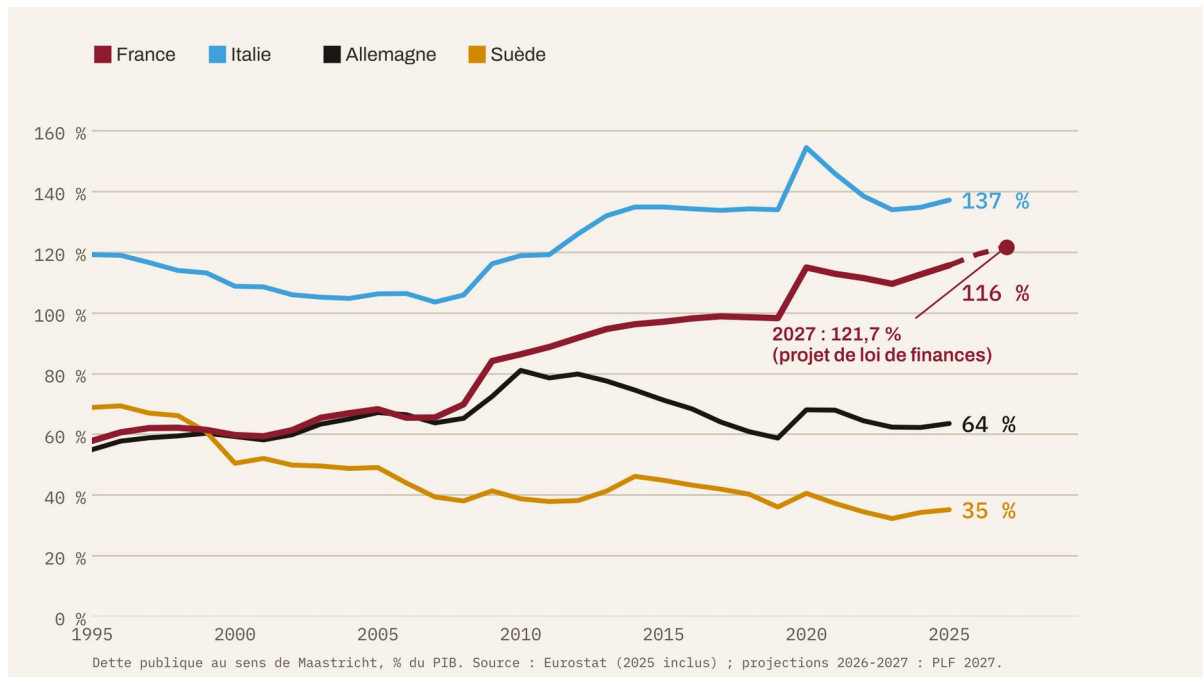
Sources : Insee, Agence France Trésor, Eurostat, agences de notation ; chiffres de 2014 : dossier de l'Institut des Libertés et ordres de grandeur de l'époque.

Trois changements méritent d'être soulignés.

Le premier est l'échelle. La dette a augmenté de près de 1 600 milliards d'euros en douze ans. Le dossier de 2014 raisonnait sur une dette de 2 000 milliards. Tous les montants qu'il donnait, pertes des banques, coût de la sortie, doivent donc être revus à la hausse.

Le deuxième est le prix de l'argent. En 2014, la BCE s'apprêtait à lancer ses rachats massifs de dettes publiques, et les taux allaient tomber à zéro, voire en dessous. La France empruntait presque gratuitement. En 2026, l'argent est redevenu cher : l'État paie 3,55 % en moyenne sur ses nouvelles émissions de 2026, contre 3,14 % en 2025. Chaque point de taux supplémentaire coûte environ 3 milliards d'euros la première année, 8 milliards la deuxième et 12 milliards la troisième.

Le troisième est la position de la Banque de France. Par le jeu des rachats de la BCE, la Banque de France détient aujourd'hui environ un sixième de la dette négociable de l'État, et la BCE elle-même une part supplémentaire. Ce point est crucial pour notre scénario, parce que cette dette-là est détenue par une institution française, et ne serait pas traitée comme celle d'un créancier étranger.

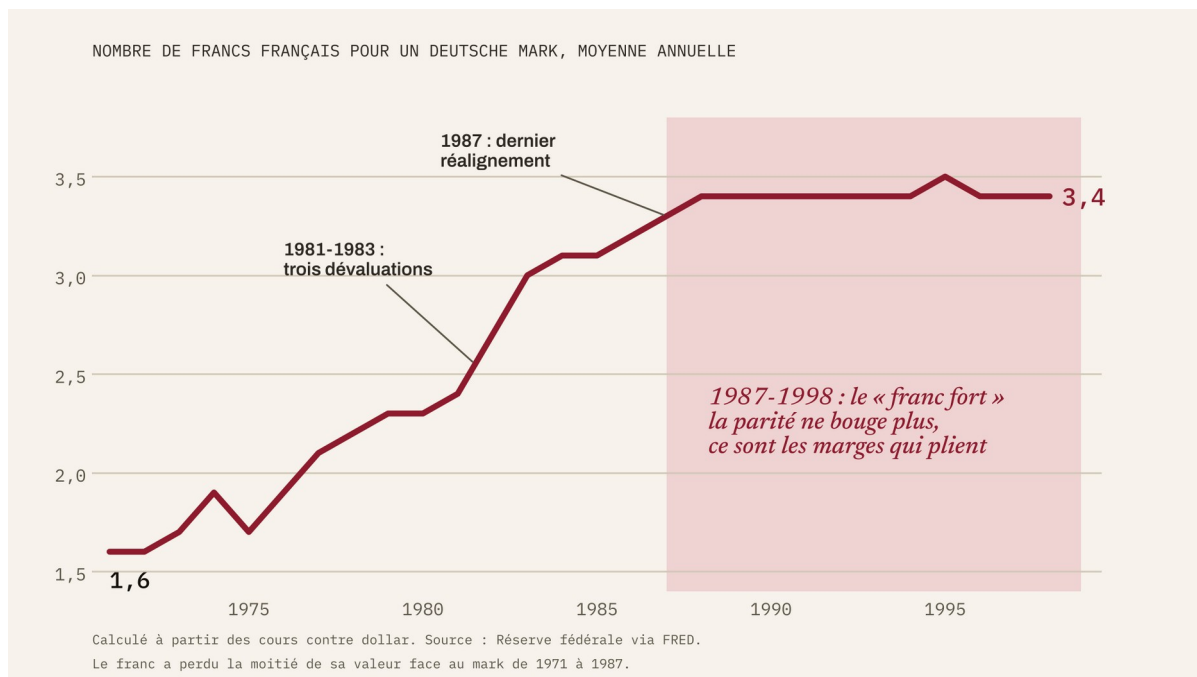


GRAPHIQUE 1 – DETTE PUBLIQUE EN % DU PIB : FRANCE, ITALIE, ALLEMAGNE, SUÈDE (1995-2027)

2. Le diagnostic : quand le taux de change ne peut plus bouger, ce sont les marges qui plient

Un prix qu'on a voulu fixer

Toute la pensée de Charles Gave sur l'euro part d'une idée simple : un taux de change est un prix. Il doit fluctuer avec les variables économiques, la productivité, l'inflation, l'efficacité de l'État. Quand on l'empêche de bouger, il ne disparaît pas : c'est une autre variable qui s'ajuste à sa place. Et cette autre variable, ce sont les profits des entreprises. Dans *Réussir sa désindustrialisation*, il le résume d'une formule : « Un taux de change ne se décrète pas, il se mérite. »

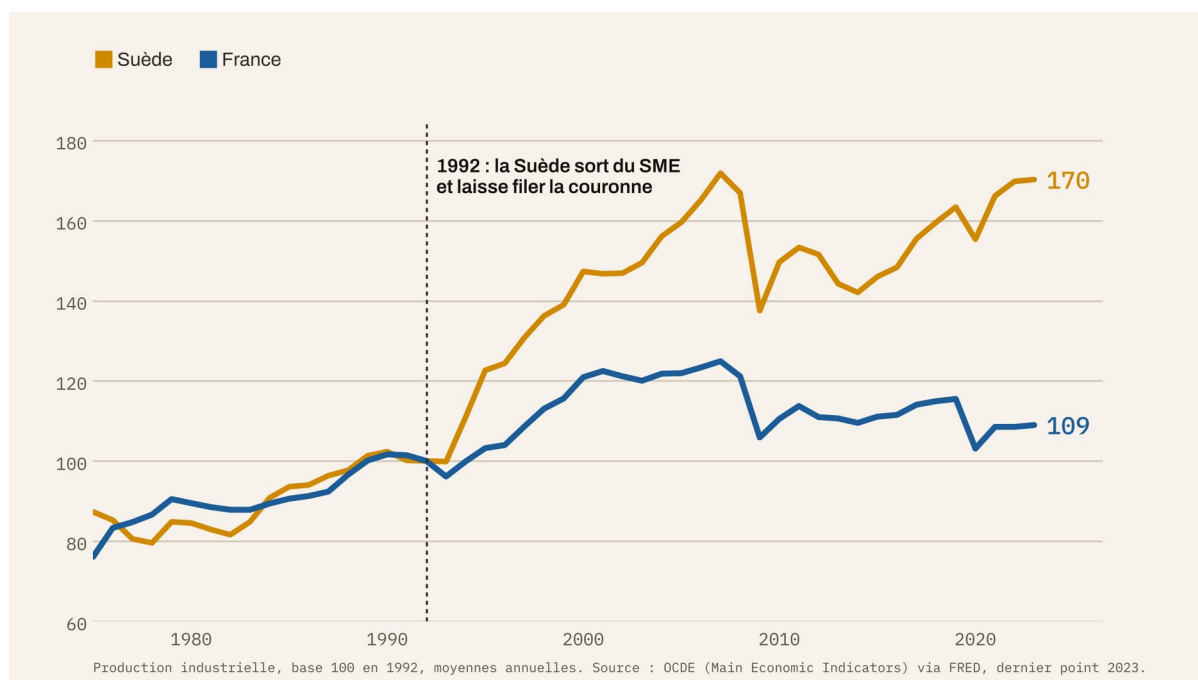


GRAPHIQUE 2 – LE FRANC CONTRE LE MARK (1971-1998)

Ce graphique raconte l'histoire monétaire de la France en une courbe. De 1971 à 1987, le franc perd la moitié de sa valeur face au mark, passant de 1,6 à plus de 3,3 francs pour un mark. Ces dévaluations successives, notamment les trois de 1981-1983, n'ont rien de glorieux, mais elles jouent un rôle précis : elles compensent l'écart d'inflation et d'efficacité entre l'économie française et l'économie allemande, et elles protègent la rentabilité des entreprises françaises.

À partir de 1987, la politique change. C'est le « franc fort » : la parité avec le mark ne doit plus bouger, quoi qu'il en coûte. En 1992-1993, quand la Bundesbank relève ses taux pour combattre l'inflation de la réunification, l'Italie et le Royaume-Uni quittent le mécanisme de change du Système monétaire européen, et la Suède abandonne l'ancrage de sa couronne à l'écu : tous trois laissent filer leur monnaie. La France, elle, défend sa parité en relevant ses taux courts jusqu'à des niveaux qui représentent un taux réel d'environ 10 % pour les entreprises. Pour Charles Gave, c'est la décision qui a cassé l'industrie française : un taux de change surévalué et des taux d'intérêt réels exorbitants, en même temps, pendant cinq ans.

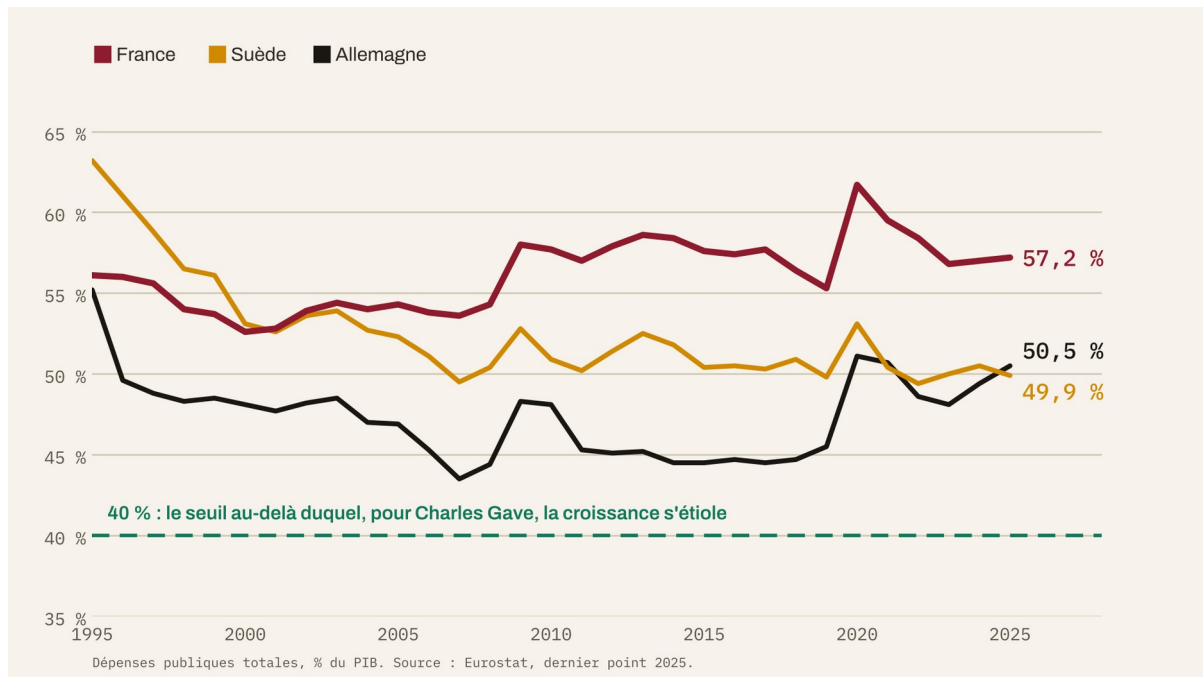
La Suède et la France : même monde, deux politiques



GRAPHIQUE 3 – PRODUCTION INDUSTRIELLE DE LA FRANCE ET DE LA SUÈDE, BASE 100 EN 1992

C'est la comparaison au cœur de *Réussir sa désindustrialisation*, ici mise à jour avec les données de l'OCDE. Jusqu'en 1992, les productions industrielles française et suédoise évoluent exactement au même rythme. Cette année-là, la Suède, au bord de la faillite, abandonne l'ancrage de sa monnaie à l'écu et laisse sa couronne perdre environ 23 % face à l'écu. Puis elle engage un assainissement budgétaire profond. Trente ans plus tard, sa production industrielle a progressé de 70 % depuis 1992. Celle de la France, de 9 %.

Les deux pays ont pourtant affronté le même monde : la concurrence chinoise, la mondialisation, les réglementations européennes, la contrainte énergétique. La différence tient aux choix. La Suède a utilisé sa dévaluation pour financer une réduction du poids de l'État. La France a gardé une monnaie forte et un État lourd.

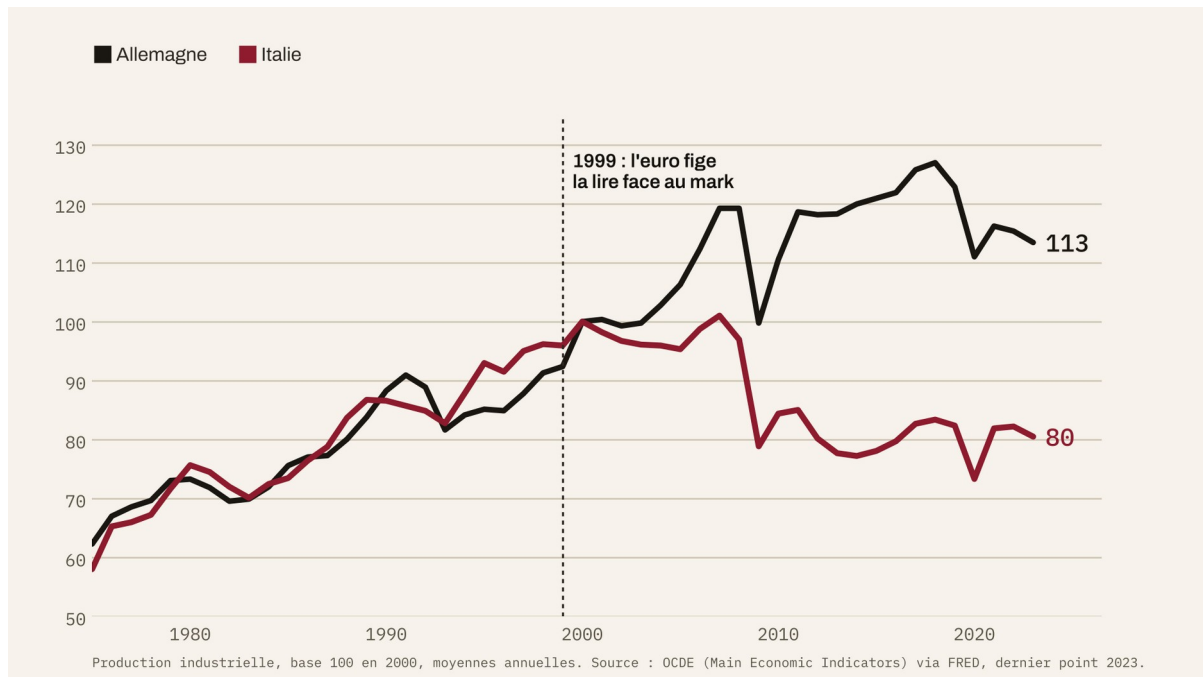


GRAPHIQUE 4 – DÉPENSES PUBLIQUES EN % DU PIB : FRANCE, SUÈDE, ALLEMAGNE (1995-2025)

En 1995, la Suède dépensait plus que la France : 63 % du PIB contre 56 %. En 2025, elle dépense 49,9 %, et la France 57,2 %. Pour Charles Gave, au-delà de 35 à 40 % du PIB, toute hausse de la dépense publique se traduit par une baisse de la marge des entreprises, donc de l'investissement, donc de la croissance. C'est le seuil qu'il fixe comme objectif dans la conclusion de son essai : la France va à l'abîme si ses dépenses ne reviennent pas rapidement vers 40 % du PIB.

L'euro : le franc fort pour toujours

L'euro a généralisé ce mécanisme à toute l'Europe du Sud. Le graphique suivant le montre pour l'Italie.



GRAPHIQUE 5 – PRODUCTION INDUSTRIELLE DE L'ITALIE ET DE L'ALLEMAGNE, BASE 100 EN 2000

Des années 1970 à 1999, les productions industrielles italienne et allemande progressent au même rythme. La lire perd chaque année 5 à 6 % face au mark, ce qui compense l'inflation et l'inefficacité relative de l'État italien. Puis l'euro fige les parités pour toujours. Le taux de change ne joue plus, ce sont les profits qui s'ajustent. À chaque récession, la production italienne baisse, et ne remonte jamais à son niveau précédent. En 2023, elle était 20 % sous son niveau de 2000, quand celle de l'Allemagne était 13 % au-dessus.

C'était la prédiction faite par Charles Gave dès 2000, et reprise dans le dossier de 2014 : l'euro amènerait « trop de maisons en Espagne, trop de fonctionnaires en France et trop d'usines en Allemagne ».

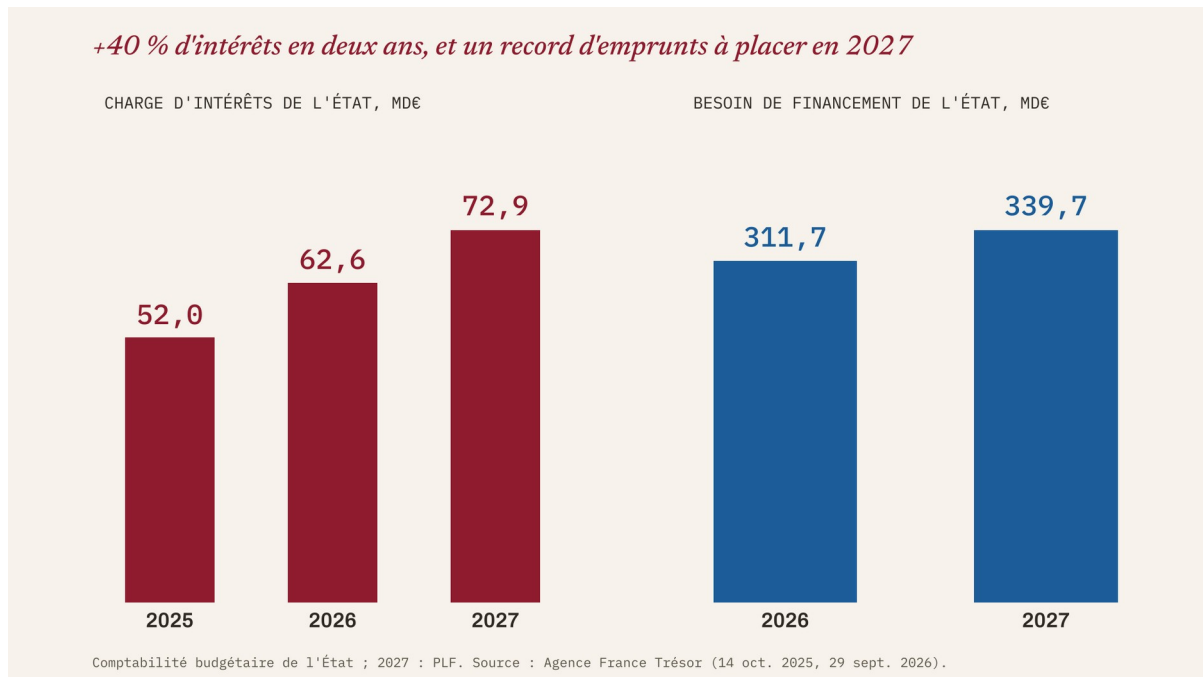
LA TRAPPE À DETTE EN UNE PHRASE

Une dette publique ne peut se stabiliser que si l'économie croît plus vite que le taux d'intérêt payé sur cette dette. Quand le taux d'intérêt dépasse la croissance ($r > g$), la dette grossit d'elle-même, même sans nouveau déficit. C'est la situation dans laquelle la France est entrée : un taux à dix ans proche de 4,8 %, pour une croissance en valeur d'environ 2 à 2,5 % par an.

3. Comment la France pourrait en arriver là

Une mécanique de refinancement sous tension

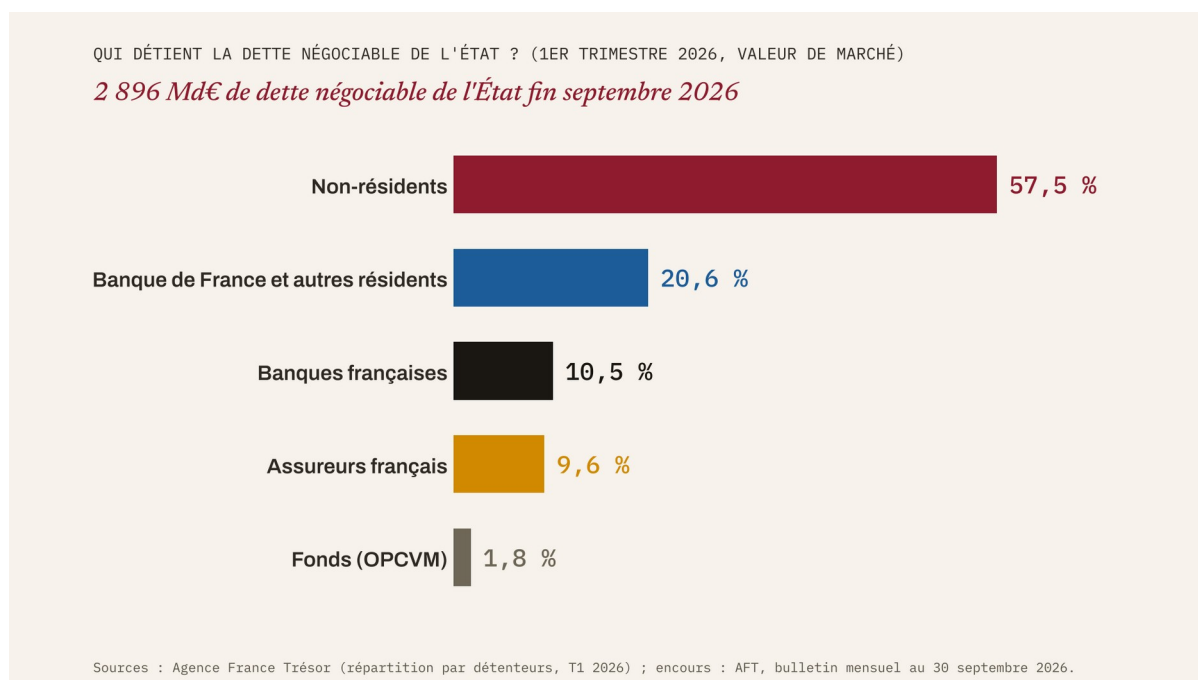
Un État ne fait pas faillite parce que sa dette est élevée. Le Japon a une dette de plus de 200 % du PIB. Un État fait faillite le jour où il ne trouve plus de prêteurs pour rembourser la dette qui arrive à échéance et financer son déficit, à un taux qu'il peut supporter. C'est donc le besoin de financement, plus que le stock de dette, qu'il faut surveiller.



GRAPHIQUE 6 – CHARGE D'INTÉRÊTS ET BESOIN DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT

En 2027, l'État devra trouver 339,7 milliards d'euros sur les marchés, un record. Il devra rembourser une dette arrivant à échéance en hausse de 19,4 milliards d'euros par rapport à 2026, et financer un déficit encore proche de 5 % du PIB. Et sa charge d'intérêts aura progressé de 40 % en deux ans, de 52 à 72,9 milliards d'euros. Le gouvernement lui-même prévoit une dette à 121,7 % du PIB fin 2027, et un déficit qui ne reviendrait à 3 % qu'en 2029. Le Haut Conseil des finances publiques juge « optimiste » l'hypothèse de croissance de 1 % retenue pour 2027.

Des créanciers majoritairement étrangers



GRAPHIQUE 7 – QUI DÉTIENT LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT ?

Plus de la moitié de la dette de l'État est détenue par des non-résidents : 57,5 % de la dette négociable au premier trimestre 2026 selon l'Agence France Trésor, 55,9 % des titres à long terme de l'ensemble des administrations selon la Banque de France. Ce sont des fonds de pension, des banques centrales, des assureurs et des gestionnaires d'actifs du monde entier. Ils achètent la dette française parce qu'elle est liquide, libellée en euros et, jusqu'ici, considérée comme sûre.

Cette dépendance a deux faces. Tant que la confiance dure, elle permet à la France de se financer à moindre coût. Le jour où elle se retourne, elle rend la crise beaucoup plus brutale : un investisseur étranger n'a aucune raison patriotique de rester, et il peut vendre en quelques heures.

Le filet de la BCE a des conditions

Depuis 2022, la BCE dispose d'un instrument conçu précisément pour ce type de situation : l'instrument de protection de la transmission, ou TPI. Il permet à la BCE d'acheter, sans limite fixée à l'avance, la dette d'un pays dont les taux s'envolent sans justification économique. Mais il a quatre conditions, cumulatives : respecter le cadre budgétaire européen, ne pas être en déséquilibre macroéconomique excessif sans agir, avoir une trajectoire de dette soutenable selon la Commission, le MES, le FMI et la BCE, et mener des politiques saines.

Or la France est sous procédure pour déficit excessif depuis juillet 2024. Tant qu'elle est jugée en train de prendre des « mesures suivies d'effet », elle reste éligible. Mais si le déficit dérape, si le budget n'est pas voté, ou si la Commission constate un manquement, la BCE ne pourra plus utiliser le TPI sans violer ses propres règles. Il restera alors le programme OMT, créé en 2012 au plus fort des tensions sur l'Italie et l'Espagne, qui suppose un programme

d'ajustement négocié avec le Mécanisme européen de stabilité, c'est-à-dire une forme de troïka.

C'est exactement l'alternative décrite par Charles Gave dans la conclusion de *Réussir sa désindustrialisation*. Ou bien la France reste dans l'euro et, quand la crise arrive, elle est administrée comme la Grèce par le FMI, la BCE et la Commission. Ou bien elle décide de récupérer toutes ses souverainetés à la fois, ce qui implique, écrit-il, « une sortie de l'euro, une sortie de l'Europe, une sortie de l'Otan, un renversement des alliances historiques ». Entre les deux, il n'y a rien.

LES SIGNAUX À SURVEILLER

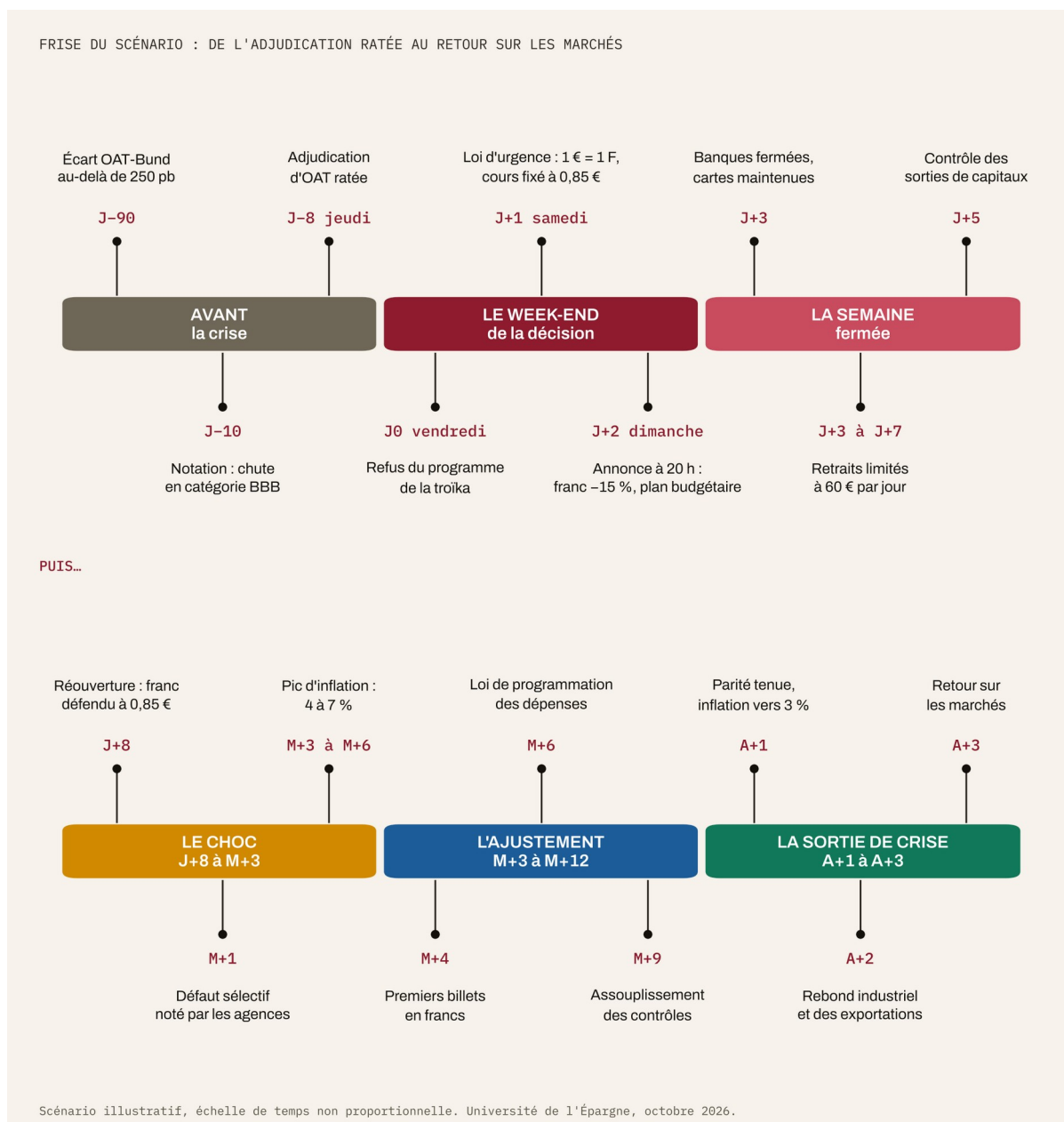
L'écart de taux avec l'Allemagne (au-dessus de 100 points de base depuis le 18 septembre 2026, avec un pic proche de 150 points début octobre, et encore environ 133 points le 9 octobre). Le taux de couverture des adjudications de l'Agence France Trésor. La part des non-résidents dans les achats de dette. Les décisions des agences de notation (Moody's se prononce le 23 octobre, S&P le 27 novembre). Le solde TARGET de la Banque de France, qui mesure les sorties de capitaux vers les autres pays de la zone euro. Et le vote du budget 2027.

Pourquoi une sortie forcée serait différente de la dissolution espérée en 2014

Le dossier de 2014 distinguait trois cas : une sortie unilatérale, une sortie concertée de plusieurs pays, et une dissolution complète et ordonnée de la zone euro. Il plaidait pour la troisième, la moins coûteuse et la moins volatile. Le scénario que nous étudions ici est malheureusement le premier, et dans sa version la plus difficile : une sortie unilatérale, décidée dans l'urgence, par un pays qui ne peut plus se financer. C'est un scénario de crise, pas un choix stratégique préparé à froid. Le dossier de 2014 l'avait d'ailleurs écrit : il vaut mieux sortir « à froid plutôt qu'à chaud ».

4. Le scénario : de l'adjudication ratée au retour sur les marchés

Le scénario qui suit est construit à partir des précédents historiques les plus proches : la séparation monétaire tchèque de février 1993, réalisée en une semaine ; le contrôle des capitaux en Grèce en 2015 ; l'Argentine en 2001-2002 ; l'Islande en 2008. Il suppose que l'État agit vite, en secret, et sur un week-end, comme dans tous ces cas. Et il fait un choix que nous détaillons dans la partie 6 : plutôt que de laisser le marché fixer le prix du nouveau franc, l'État le dévalue lui-même, de 15 %, comme en 1958.



GRAPHIQUE 8 – FRISE DU SCÉNARIO DE SORTIE

Prologue : les trois mois qui précèdent (J-90 à J-1)

J-90. Le budget de l'année suivante n'est pas voté, ou il l'est avec un déficit supérieur à la trajectoire. L'écart de taux avec l'Allemagne dépasse 250 points de base. L'OAT à dix ans approche 6 %.

J-60. La Commission européenne constate que la France n'a pas pris de mesures suivies d'effet dans le cadre de la procédure pour déficit excessif. La France n'est plus éligible au TPI. Les investisseurs étrangers commencent à vendre.

J-30. Les épargnants les plus attentifs transfèrent une partie de leurs dépôts vers des banques allemandes, luxembourgeoises ou néerlandaises : un euro déposé à Francfort ne peut pas être converti en francs. C'est la « fuite des dépôts » que la Grèce a connue en 2015.

Elle se voit dans le solde TARGET de la Banque de France, qui se dégrade de plusieurs dizaines de milliards d'euros par semaine.

J-10. Une deuxième agence de notation fait passer la France en catégorie BBB. Certains fonds, dont les règles interdisent de détenir des titres moins bien notés, sont obligés de vendre.

J-8, jeudi. L'Agence France Trésor organise son adjudication mensuelle d'OAT à long terme. La demande est insuffisante. L'adjudication est réduite, puis annulée. C'est le signal que tout le monde redoutait : l'État ne trouve plus de prêteurs à un taux acceptable.

J-4 à J-1, du lundi au jeudi. L'adjudication de bons du Trésor du lundi est à peine couverte. Réunions d'urgence de l'Eurogroupe. Les partenaires européens proposent un programme du Mécanisme européen de stabilité, assorti de conditions strictes : baisse des pensions, hausse de la TVA, gel des salaires publics, privatisations, et surveillance trimestrielle par la Commission, la BCE et le FMI. Le gouvernement français refuse.

Vendredi JO : la décision

Les marchés ferment à 17 h 30. À 20 h, le président de la République réunit un conseil de défense économique, puis un conseil des ministres extraordinaire. Trois textes sont préparés dans le plus grand secret, sur le modèle tchèque, où la séparation monétaire avait été préparée en quelques semaines par une poignée de responsables.

- Un projet de loi d'urgence modifiant l'article L111-1 du Code monétaire et financier : « La monnaie de la France est le franc. »
- Un décret de fermeture des établissements de crédit, et l'instauration d'un contrôle des capitaux.
- Une note à destination des partenaires européens et de la BCE.

Le Parlement est convoqué en session extraordinaire pour le samedi.

LE CADRE JURIDIQUE

Aucun traité ne prévoit la sortie de l'euro sans sortie de l'Union européenne. L'article 50 du traité sur l'Union européenne organise la sortie de l'Union, pas de la monnaie unique, et l'article 140 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne qualifie d'« irrévocable » le taux de conversion des monnaies nationales en euros. Une sortie unilatérale serait donc une violation des traités, qui ouvrirait un contentieux avec Bruxelles et poserait la question du maintien de la France dans l'Union. En droit interne, en revanche, le principe de la *lex monetae* permet à un État souverain de définir sa propre monnaie. Il suffit d'une loi.

Samedi J+1 : la loi d'urgence

L'Assemblée nationale et le Sénat siègent toute la journée. La loi est votée dans la nuit. Elle tient en quelques articles.

1. La monnaie de la France est le franc.

2. Tous les montants en euros dans les contrats de droit français sont convertis en francs à un pour un : salaires, pensions, loyers, prix, dépôts bancaires, crédits immobiliers, obligations d'État.
3. Le cours du franc est fixé à 0,85 euro, soit environ 1,18 franc pour un euro, avec une marge de fluctuation de 3 % de part et d'autre. La Banque de France est chargée de le défendre.
4. Les billets et pièces en euros restent utilisables en France pendant une période transitoire, jusqu'à l'émission des premiers billets en francs.
5. Les sorties de capitaux sont soumises à autorisation.
6. La Banque de France est indépendante. Elle a un objectif d'inflation et ne peut pas financer le déficit de l'État.

Il faut bien distinguer deux taux. Le premier est le taux de conversion intérieur, à un pour un, et c'était déjà la recommandation du dossier de 2014 : les étiquettes de prix, les fiches de paie et les relevés de compte ne changent pas. Le second est le cours extérieur du franc, c'est-à-dire ce qu'il vaut en euros, en dollars ou en livres. Celui-là, l'État ne le laisse pas au hasard de la réouverture des marchés : il le fixe lui-même, avec une dévaluation de 15 %. Le jour de la conversion, rien ne bouge pour les Français à l'intérieur du pays. Mais tout ce qui vient de l'étranger coûte d'un coup environ 18 % de plus en francs.

Dimanche J+2 : l'annonce

À 20 h, le président s'adresse aux Français. Le message est soigneusement préparé : vos dépôts sont garantis, ils sont désormais en francs ; votre salaire et votre pension seront versés normalement, en francs ; les banques sont fermées toute la semaine, mais vos cartes bancaires fonctionnent pour vos achats en France ; les retraits d'espèces sont limités ; les sorties d'argent vers l'étranger sont contrôlées.

Il annonce aussi, le même soir, les deux décisions qui font la crédibilité du nouveau franc. La première est la dévaluation de 15 %, présentée comme un acte unique, et non comme le début d'une série. La seconde est le plan de redressement : une baisse de la dépense publique chiffrée sur cinq ans, une règle budgétaire, et l'engagement que la Banque de France ne financera pas le déficit. C'est la leçon de décembre 1958 : le 28 décembre, le général de Gaulle avait annoncé dans la même allocution la dévaluation et le plan d'assainissement Pinay-Rueff. Une dévaluation sans plan budgétaire serait attaquée dès la réouverture.

Le même soir, les partenaires européens et la BCE publient un communiqué. La BCE suspend l'accès de la Banque de France aux opérations de l'Eurosystème et au système de paiement TARGET. Les banques françaises n'ont plus accès à la liquidité en euros de la BCE.

La semaine fermée (J+3 à J+7)

C'est la semaine la plus dangereuse. Tout l'enjeu est que l'économie continue de fonctionner alors que le système financier est mis entre parenthèses.

Lundi J+3. Les banques sont fermées, comme à Chypre en 2013 et en Grèce en 2015. Les cartes bancaires et les virements entre comptes français fonctionnent, en francs. Les distributeurs délivrent au maximum 60 euros par jour, en billets en euros : c'est le plafond qu'avait retenu la Grèce. Les marchés financiers français restent fermés.

Mardi J+4. Apparaît le premier problème pratique : les billets en euros. Ils restent la monnaie légale dans les autres pays de la zone euro. Un billet de 50 euros conservé dans un tiroir à Lyon vaudra donc plus qu'un dépôt de 50 francs dès que le franc aura baissé. Les Français cherchent à garder leurs billets, et à payer en carte. C'est la loi de Gresham : la bonne monnaie est thésaurisée, la mauvaise circule. Contrairement aux Tchécoslovaques en 1993, qui avaient pu marquer leurs billets de timbres adhésifs pour distinguer les deux monnaies, la France ne peut pas « franciser » les billets en euros, puisqu'ils restent valables ailleurs.

Mercredi J+5. Le contrôle des frontières est renforcé : les sorties d'espèces sont limitées, comme les virements vers l'étranger, sauf pour payer des importations justifiées, des soins ou des frais de scolarité. Les entreprises exportatrices doivent rapatrier leurs recettes en devises. Les grandes entreprises du CAC 40, qui réalisent l'essentiel de leur activité hors de France, s'organisent pour maintenir leur trésorerie à l'étranger.

Jeudi J+6. La Banque de France commande la fabrication des premiers billets en francs. Elle dispose d'un atout rare : sa propre imprimerie de billets, à Chamalières, qui produit aujourd'hui des billets en euros. Les premiers billets en francs pourraient circuler au bout de trois à quatre mois.

Vendredi J+7. Le gouvernement dépose une loi de finances rectificative qui traduit le plan annoncé le dimanche : économies immédiates sur les budgets de fonctionnement, gel des embauches publiques, baisse temporaire des taxes sur l'énergie pour amortir la hausse des prix à la pompe. Nous y revenons dans la dernière partie : c'est ce plan, et non la dévaluation elle-même, qui détermine la réussite ou l'échec de la sortie.

Le choc (J+8 à M+3)

J+8, lundi : réouverture. Les banques rouvrent, avec un plafond de retrait. Le franc est coté pour la première fois, à son cours officiel de 0,85 euro. La Banque de France intervient pour le maintenir dans sa marge, et relève fortement son taux directeur pour décourager les paris contre le franc. Le contrôle des capitaux fait le reste : un épargnant français ne peut pas vendre ses francs pour acheter des euros à l'étranger sans autorisation. Sur les places étrangères, des contrats à terme sur le franc laissent sans doute apparaître une décote plus forte, de 20 à 25 % : c'est le test de crédibilité des premières semaines.

C'est tout l'intérêt d'une dévaluation décidée. Un franc livré au marché aurait probablement chuté de 25 à 35 % dans les premiers jours. C'est le phénomène de dépassement (« overshooting ») observé dans toutes les crises de change : la monnaie baisse d'abord bien plus que ce que justifient les fondamentaux, parce que personne ne connaît encore son juste prix. En fixant le cours, l'État évite ce dépassement, et l'inflation qu'il aurait provoquée.

La Bourse de Paris rouvre en forte baisse en euros, mais pas forcément en francs : les entreprises exportatrices, dont les recettes sont en devises, voient leur valeur en francs augmenter.

M+1. Les agences de notation placent la dette française en « défaut sélectif ». Les créanciers étrangers, qui détenaient des obligations en euros et se retrouvent avec des obligations en francs dévalués de 15 %, saisissent les tribunaux, notamment à Londres et à New York, mais la dette de l'État étant de droit français, leurs chances sont limitées. Bruxelles engage une procédure contre la France. Le débat sur son maintien dans l'Union s'ouvre.

M+3 à M+6. L'inflation monte vers son pic, entre 4 et 7 % sur un an, sous l'effet du renchérissement des importations, notamment de l'énergie. Les salaires, convertis à un pour un, ne suivent pas immédiatement : c'est par cette baisse temporaire du pouvoir d'achat que la dévaluation restaure la compétitivité. Les exportations et le tourisme repartent.

L'ajustement (M+3 à M+12)

M+4. Les premiers billets en francs entrent en circulation. Les billets en euros sont progressivement échangés ou quittent le pays.

M+6. Le Parlement vote la loi de programmation qui grave dans le marbre le plan annoncé le soir de la décision, sur le modèle canadien des années 1990 : non-remplacement d'une partie des départs, réduction des budgets de fonctionnement, réforme des retraites, et une règle budgétaire à la suédoise. L'objectif est de ramener la dépense publique de 57 à 50 % du PIB en cinq ans.

M+9. Le contrôle des capitaux est assoupli pour les particuliers. Il le sera progressivement pour les entreprises. L'expérience montre que cette étape est difficile : l'Islande a gardé des contrôles pendant plus de huit ans, et la Grèce pendant quatre ans.

M+12. Le franc a tenu sa marge, autour de 0,85 euro. La Banque de France a pu ramener progressivement son taux directeur. L'inflation revient vers 3 %. Plus tard, une fois le contrôle des capitaux levé et la crédibilité acquise, la question se posera de laisser flotter le franc, comme l'a fait la Suède, ou de maintenir un ancrage.

La sortie de crise... ou la rechute (A+1 à A+3)

À partir de la deuxième année, deux trajectoires sont possibles.

Le scénario de réussite est celui de la France de 1958, de la Suède de 1993 ou du Canada de 1995. La dévaluation, accompagnée d'un vrai plan de baisse des dépenses, rétablit les marges des entreprises. L'investissement industriel repart. Le chômage baisse. Le déficit se réduit grâce à la croissance et aux économies. La France retourne sur les marchés financiers au bout de deux à trois ans, à des taux redevenus supportables.

Le scénario d'échec est celui de l'Argentine des années 2000 après sa reprise, ou des assignats de la Révolution. La dévaluation sert à éviter les réformes, et non à les financer. Le cours de 0,85 euro ne tient pas, et il faut dévaluer une deuxième fois, ce qui détruit la crédibilité acquise. L'État finance ses déficits par la planche à billets. L'inflation s'installe, les

salaires courent après les prix, le franc se déprécie de nouveau, et chaque dévaluation appelle la suivante. Le dossier de 2014 l'écrivait déjà : « Un retour au franc sans réforme condamnerait le pays à la dévaluation continue et à la paupérisation. »

5. La dette : relibellisation, défaut et monétisation

C'est la partie du dossier de 2014 qu'il faut le plus retravailler. Sa thèse centrale était juridique, et elle reste juste : grâce au principe de la *lex monetae*, une dette de droit français peut être convertie dans la nouvelle monnaie nationale. Mais ses conclusions économiques, « la dette n'augmente pas » et « ce n'est pas un défaut », supposaient une dissolution ordonnée de la zone euro. Dans une sortie forcée par la faillite, elles doivent être nuancées.

Ce qui ne change pas : la dette de l'État est de droit français

LA LEX MONETAE

Principe de droit international selon lequel chaque État définit lui-même sa monnaie. Lorsqu'un État change de monnaie, les obligations libellées dans l'ancienne monnaie et soumises à son droit sont converties dans la nouvelle, selon le taux fixé par la loi. Un juge étranger peut l'appliquer si le contrat relève du droit de cet État.

Les obligations et les bons du Trésor de l'État français sont émis en vertu de la loi de finances et de textes réglementaires français. Leur relibellisation en francs relèverait donc d'une simple loi française. Le dossier de 2014 citait une estimation de Nomura selon laquelle 97 % des obligations françaises relevaient du droit français. Pour la dette de l'État elle-même, nous n'avons trouvé aucune émission de droit étranger. Certaines autres entités publiques incluses dans la dette de Maastricht, comme la Caisse d'amortissement de la dette sociale, empruntent en revanche en dollars et en partie sous droit étranger.

Un détail technique a son importance. Depuis le 1er janvier 2013, toutes les obligations d'État de la zone euro à plus d'un an comportent des clauses d'action collective. Elles permettent à une majorité qualifiée de créanciers d'imposer une restructuration à tous. Les obligations émises avant 2013 n'en comportent pas. Mais dans le cas d'une relibellisation par la loi, ces clauses ne seraient même pas nécessaires : c'est la loi qui changerait la monnaie de remboursement.

Ce qui change : dans une faillite, la relibellisation est un défaut

Le dossier de 2014 affirmait, en citant Morgan Stanley, qu'une relibellisation ne pouvait pas être considérée comme un défaut. C'est vrai au sens strict du droit des contrats, si l'euro disparaît et qu'il n'existe plus de monnaie de remboursement. Ce n'est plus vrai dans notre scénario, où l'euro continue d'exister et où la France change unilatéralement la monnaie de remboursement de sa dette pour la rembourser dans une monnaie dévaluée.

Pour les agences de notation, un échange imposé aux créanciers qui leur fait perdre de la valeur est un « défaut sélectif ». Pour les marchés, peu importe le nom : un créancier qui a prêté 100 euros et reçoit 100 francs valant 85 euros a perdu 15 %.

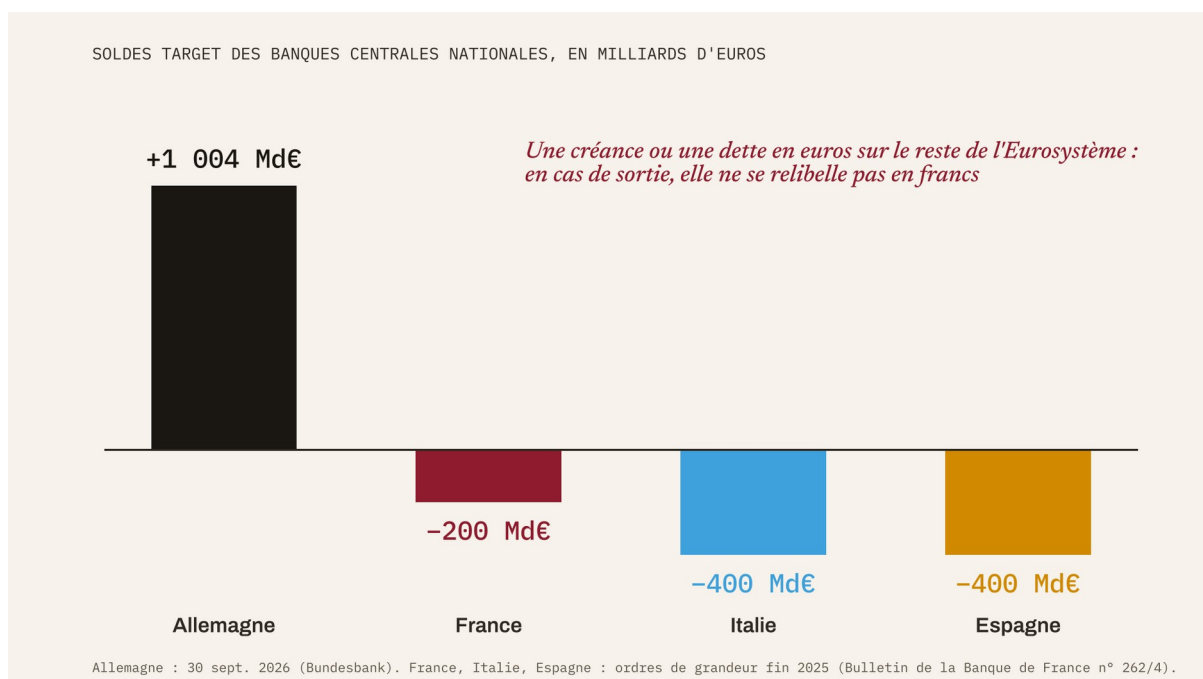
Faisons le calcul. La dette négociable de l'État atteignait 2 896 milliards d'euros fin septembre 2026. Les non-résidents en détiennent 57,5 %, soit environ 1 665 milliards d'euros. Avec une dévaluation de 15 %, la perte pour les créanciers étrangers serait d'environ 250 milliards d'euros, soit un peu plus de 8 % du PIB français. C'est, en quelque sorte, une restructuration de la dette qui ne dit pas son nom, et dont le montant dépend du taux de change. Si le franc avait été livré au marché et s'était stabilisé 20 % plus bas, la perte aurait atteint environ 330 milliards d'euros. Les 80 milliards d'écart ne sont pas un détail : ils pèseront dans la négociation avec les créanciers et dans le temps qu'il faudra pour revenir sur les marchés.

INCRUST *Une dévaluation de 15 % ferait perdre environ 250 milliards d'euros aux créanciers étrangers de l'État*

Ce transfert a une contrepartie. Les marchés n'oublient pas. Après une relibellisation forcée, la France paierait pendant des années une prime de risque élevée sur ses nouvelles émissions. L'Argentine, qui a fait défaut et dévalué en 2002, n'a pu revenir pleinement sur les marchés internationaux qu'en 2016, après plus d'une décennie de contentieux avec ses créanciers. Le Canada et la Suède, qui n'ont pas fait défaut, n'ont jamais eu ce problème.

La dette qu'on ne peut pas relibeller : TARGET

Il existe une dette que la loi française ne peut pas convertir en francs : celle de la Banque de France envers le reste de l'Eurosystème, enregistrée dans le système de paiement TARGET.



GRAPHIQUE 9 – SOLDES TARGET DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES NATIONALES

Chaque fois qu'un épargnant français transfère des euros vers une banque allemande, ou qu'un investisseur étranger vend une OAT et rapatrie le produit, la Banque de France s'endette envers la BCE, et la Bundesbank accumule une créance. Fin 2025, la position de la Banque de France était débitrice d'environ 200 milliards d'euros. Celle de la Bundesbank était créditrice de plus de 1 000 milliards d'euros fin septembre 2026.

Cette dette est libellée en euros et régie par le droit de l'Eurosystème. En cas de sortie, elle resterait due en euros. Avec un franc dévalué de 15 %, elle coûterait environ 235 milliards de francs au lieu de 200. Et surtout, dans le scénario de crise, elle aurait fortement augmenté dans les semaines précédant la sortie, sous l'effet de la fuite des dépôts. En Grèce, la position TARGET de la banque centrale s'était dégradée de plusieurs dizaines de milliards d'euros en quelques mois avant le contrôle des capitaux de 2015.

Le dossier de 2014 estimait que la France supporterait environ 20 % des pertes de l'Eurosystème sur les soldes TARGET des autres pays en cas de dissolution complète. Dans une sortie unilatérale, la logique s'inverse : c'est la France qui serait débitrice, et cette dette ferait partie de la négociation, ou du contentieux, avec les partenaires européens.

La dette détenue par la Banque de France : une marge de manœuvre

À l'inverse, 20,6 % de la dette négociable de l'État est détenue par des résidents autres que les banques, les assureurs et les fonds, c'est-à-dire, pour l'essentiel, par la Banque de France, au titre des rachats de la BCE. Les titres détenus directement par la BCE sont, eux, comptés parmi les non-résidents. Une source estime la détention de la Banque de France à environ 490 milliards d'euros mi-2026, soit un sixième de la dette négociable, en baisse depuis que la BCE ne réinvestit plus les titres arrivant à échéance.

Dans le cadre de l'euro, ces titres appartiennent à l'Eurosystème et sont soumis à ses règles. Après une sortie, ils deviendraient une créance d'une institution française, la Banque de France, sur un débiteur français, l'État, en francs. Un gouvernement pourrait alors décider de les transformer en dette perpétuelle à taux nul, voire de les annuler. L'effet serait spectaculaire sur le papier : environ 16 points de PIB de dette en moins.

Mais cette opération aurait un prix. La Banque de France afficherait des fonds propres très négatifs. La crédibilité du nouveau franc en souffrirait, à un moment où elle serait déjà fragile. Et une partie de ces titres serait de toute façon revendiquée par l'Eurosystème dans le contentieux de sortie.

La tentation de la monétisation

Reste la question que pose immédiatement tout projet de retour à une monnaie nationale : une fois libérée de la BCE, la Banque de France ne pourrait-elle pas tout simplement financer le déficit de l'État en créant de la monnaie ?

Techniquement, oui. Juridiquement, ce serait une seconde rupture. L'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne interdit le financement monétaire des États par leur banque centrale, et il s'applique à toutes les banques centrales de l'Union, y compris celles qui n'ont pas adopté l'euro. Une France qui monétiserait son déficit après être sortie de l'euro serait donc en infraction avec le traité. Autrement dit, et c'est notre propre lecture, une monétisation durable supposerait de sortir aussi du cadre juridique européen. Cela rejoint la conclusion de *Réussir sa désindustrialisation*, où Charles Gave estime que récupérer la souveraineté monétaire va de pair avec une sortie de l'Union européenne.

Économiquement, surtout, la monétisation ne crée pas de richesse. Financer par la création monétaire un déficit de 5 % du PIB, soit environ 150 milliards d'euros par an, reviendrait à injecter dans l'économie une quantité de monnaie sans contrepartie productive. L'histoire de France offre deux exemples que le dossier de 2014 rappelait : le système de Law au XVIII^e siècle et les assignats sous la Révolution. Les deux se sont terminés par la ruine des épargnants. Plus près de nous, l'Argentine des années 2010 et 2020 a financé ses déficits par sa banque centrale : l'inflation a dépassé 50 % en 2019, puis 200 % en 2023.

La position défendue par Charles Gave dans ses deux textes est claire : le dossier de 2014 qualifiait le financement des États par la BCE de « catastrophe en puissance », et *Réussir sa désindustrialisation* dénonce le fait de « subventionner des dépenses qui ne rapportent rien avec de l'argent qui n'existe pas ». Une Banque de France redevenue souveraine devrait donc être indépendante, avec un objectif d'inflation et une interdiction de financer le déficit. La monétisation pourrait au mieux servir de pont pendant quelques semaines, pour assurer les paiements de l'État pendant la fermeture des marchés.

CE QU'IL FAUT RETENIR SUR LA DETTE

La relibellisation en francs est juridiquement possible pour la quasi-totalité de la dette de l'État. Dans une sortie forcée, elle équivaut à un défaut partiel aux dépens des créanciers étrangers, d'environ 250 milliards d'euros pour une dévaluation de 15 %. La dette TARGET de la Banque de France, environ 200 milliards d'euros, resterait due en euros. La dette détenue par la Banque de France offre une marge de manœuvre, mais l'annuler fragiliserait le nouveau franc. Et la monétisation des déficits mènerait, comme toujours, à l'inflation.

Tableau mis à jour : ce que deviendraient les différentes dettes

Type de dette	Droit applicable	En cas de sortie unilatérale
Obligations et bons du Trésor de l'État	Français	Relibellés en francs à un pour un. Perte pour les créanciers étrangers égale à la baisse du franc. Défaut sélectif selon les agences.
Dette d'autres entités publiques en devises	Souvent étranger	Reste due en dollars ou en euros. Son coût augmente avec la baisse du franc.
Dette TARGET de la Banque de France	Eurosystème	Reste due en euros. Objet de négociation ou de contentieux.
Crédits immobiliers des ménages	Français	Convertis en francs. Le poids réel de la dette baisse avec l'inflation.
Dépôts et livrets	Français	Convertis en francs. Perte de pouvoir d'achat à l'étranger.
Obligations des grandes entreprises	Souvent étranger	Restent dues en euros ou en dollars. Risque pour les entreprises sans recettes à l'étranger.
Prêts des banques	Étranger	Restent en euros ou en devises. Gain

françaises à l'étranger		de change en francs.
-------------------------	--	----------------------

6. Le taux de change et l'inflation : les estimations mises à jour

Combien vaut le nouveau franc ?

Le dossier de 2014 estimait la baisse d'un nouveau franc à 15 à 20 % face au dollar, dans le cadre d'une dissolution complète où chaque pays retrouverait sa monnaie. Le nouveau mark se serait apprécié de 15 à 20 %, la lire et la peseta auraient perdu 20 à 30 %.

Dans une sortie unilatérale, le point de référence est différent : c'est la valeur du franc face à l'euro, qui continuerait d'exister. Notre estimation de l'équilibre reste dans le même ordre de grandeur : 15 à 20 % sous la parité de départ, à horizon d'un an. Mais la vraie question n'est pas seulement de savoir où le franc finirait. C'est de savoir comment on y arrive.

Laisser flotter, ou décider ?

Deux méthodes sont possibles. La première consiste à laisser flotter le franc et à laisser le marché trouver son prix, comme le Royaume-Uni et la Suède en 1992. La seconde consiste à fixer soi-même un nouveau cours, dévalué, et à le défendre, comme la France en 1958 et en 1969, ou la Slovaquie, qui a dévalué sa couronne de 10 % en juillet 1993, cinq mois après la séparation monétaire. Nous retenons la seconde, avec une dévaluation de 15 %, pour cinq raisons.

1. **Elle évite le dépassement.** Un franc flottant chuterait sans doute de 25 à 35 % dans les premiers jours, comme la livre, la couronne suédoise, le peso argentin ou la couronne islandaise dans leurs crises. C'est ce dépassement, plus que la baisse d'équilibre, qui provoque le pic d'inflation, la panique des épargnants et la tentation d'indexer les salaires.
2. **Le contrôle des capitaux la rend défendable.** Défendre une parité fixe sans contrôle des capitaux, c'est rejouer 1992 : la spéculation finit par gagner. Mais notre scénario impose de toute façon ce contrôle dès la première semaine. À l'abri de ce verrou, un cours de 0,85 euro tient beaucoup mieux qu'en régime de liberté totale.
3. **Elle coûte moins cher.** À 15 % plutôt qu'à 20 %, la perte infligée aux créanciers étrangers tombe d'environ 330 à 250 milliards d'euros, et la dette TARGET de la Banque de France pèse 235 milliards de francs au lieu de 250. Le surcroît d'inflation au pic passe de 5 à 9 points à 4 à 7 points.
4. **Elle donne un point d'ancrage.** Un cours annoncé par l'État, avec un plan budgétaire, oriente les anticipations des entreprises, des syndicats et des épargnants. Un cours flottant, au contraire, laisse chacun imaginer le pire.
5. **15 % suffisent.** C'est le bas de notre fourchette d'équilibre, la baisse de la livre face au mark en 1992, le cas le plus favorable de notre graphique 11, et un chiffre proche des

17,55 % de 1958. Au-delà, on gagne peu en compétitivité et on paie beaucoup plus en inflation.

LES RISQUES D'UNE PARITÉ FIXE

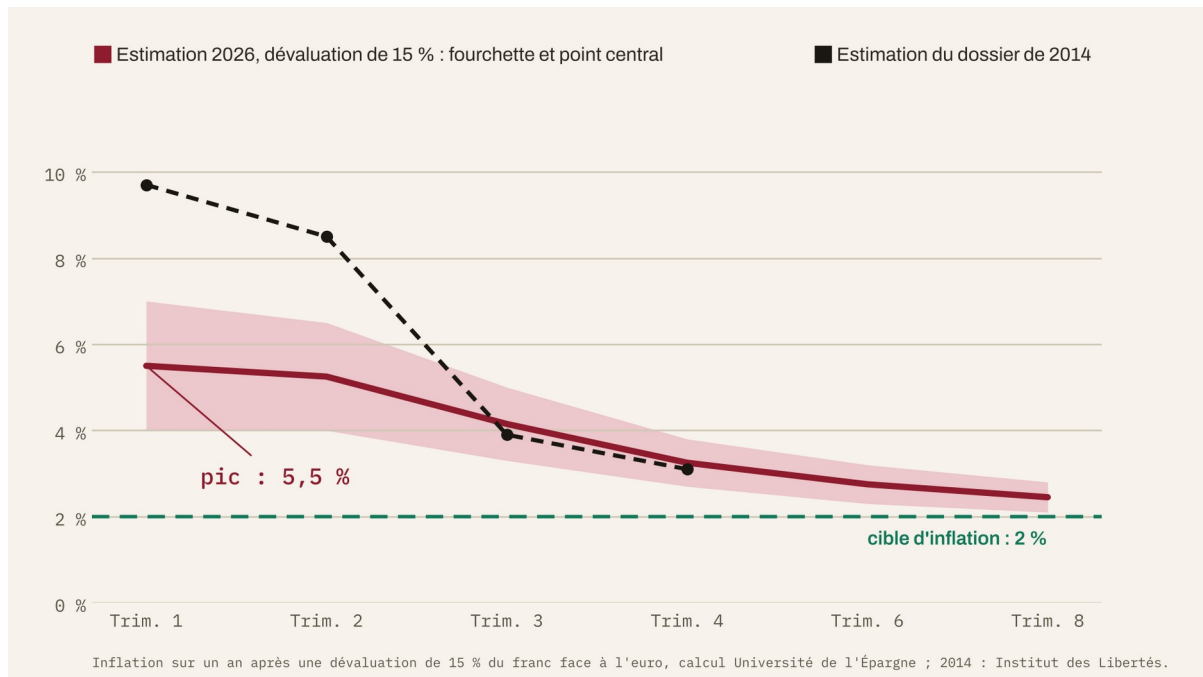
Le premier est la crédibilité. Dans une sortie forcée, le marché se demandera si l'État tiendra son cours. Or les réserves de change de la France atteignaient 370 milliards d'euros fin septembre 2026, dont 289 milliards en or et seulement 35 milliards en devises. Pour défendre le franc, la Banque de France devrait mobiliser son or, par des ventes ou des emprunts gagés, ce qui serait politiquement sensible. Le deuxième risque est le chiffre : si l'équilibre est plutôt à 20 %, un cours de 0,85 euro sera attaqué, et une seconde dévaluation serait bien pire que d'avoir laissé flotter dès le départ. D'où la marge de 3 % de part et d'autre, et des taux d'intérêt relevés aussi longtemps que nécessaire. Le troisième risque est budgétaire : le cours ne tient que si le plan de baisse des dépenses est crédible. C'est pourquoi, dans notre scénario, il est annoncé le soir même de la décision, et non des mois plus tard.

Combien d'inflation ?

Une dévaluation de 15 % ne signifie pas 15 % d'inflation. Le dossier de 2014 l'expliquait déjà : l'essentiel de ce que nous consommons n'est pas importé, une partie des importations peut être remplacée par une production nationale, et les prix à l'importation ne répercutent pas immédiatement toute la baisse de la monnaie.

LES HYPOTHÈSES DE NOTRE ESTIMATION

Les importations de biens et services représentent environ 32 % du PIB français en 2025. Toutes ne sont pas consommées par les ménages : une partie sert à produire ce que la France exporte. Nous retenons une répercussion de la baisse du franc sur les prix à la consommation de 25 à 45 % la première année, plus forte pour l'énergie et l'alimentation, plus faible pour les services. Pour une dévaluation de 15 % face à l'euro, cela donne un surcroît d'inflation de 4 à 7 points au pic, contre 5 à 9 points si le franc s'était stabilisé 20 % plus bas, et davantage encore pendant la phase de dépassement d'un change flottant. Ce surcroît serait résorbé pour l'essentiel en deux ans si les salaires ne sont pas indexés et si la Banque de France mène une politique crédible.



GRAPHIQUE 10 – INFLATION ESTIMÉE APRÈS UNE DÉVALUATION DE 15 % DU FRANC

Le dossier de 2014 prévoyait un pic de 9,7 % le trimestre suivant la dissolution. Notre estimation est nettement plus basse au pic, autour de 5,5 % en point central, grâce à une dévaluation plus limitée et à l'absence de dépassement. La décrue est en revanche un peu plus lente. Deux raisons à cela. D'abord, l'énergie pèse plus lourd qu'en 2014 dans les prix, et elle est facturée en dollars. Ensuite, une sortie forcée, dans un climat de défiance, n'a pas le même effet sur les anticipations qu'une dissolution concertée.

L'État dispose cependant d'un levier rappelé par le dossier de 2014 : sur un litre de carburant, les taxes représentent une part importante du prix. Une baisse temporaire de la fiscalité énergétique permettrait d'amortir le choc à la pompe, au prix d'un manque à gagner budgétaire.

Une dévaluation est une baisse de salaire qui ne dit pas son nom

Il faut le dire clairement : une dévaluation fonctionne parce qu'elle réduit le pouvoir d'achat. Les salaires restent les mêmes en francs, mais les biens importés coûtent plus cher. Le travail français devient moins cher pour le reste du monde. C'est exactement ce que la Grèce, l'Espagne ou le Portugal ont dû faire dans l'euro après 2010, par la baisse directe des salaires, ce qu'on appelle une « dévaluation interne ». Le dossier de 2014 estimait que l'Espagne devait baisser ses salaires d'au moins 30 % et la Grèce de 45 % pour redevenir compétitives.

La différence est que la dévaluation de la monnaie fait cet ajustement en quelques semaines et pour tout le monde en même temps, alors que la dévaluation interne prend des années, passe par le chômage, et frappe d'abord les plus fragiles.

7. Qui paierait ?

Une sortie de l'euro ne fait pas que des perdants. Elle redistribue la richesse, entre la France et l'étranger, et entre Français.

Catégorie	Effet de la sortie	Commentaire
Créanciers étrangers de l'État	Perdants	Environ 250 Md€ pour une dévaluation de 15 %.
Épargnants en livrets et dépôts	Perdants	Le solde ne change pas en francs, mais perd 15 % de pouvoir d'achat à l'étranger, puis souffre de l'inflation.
Assurance-vie en fonds euros	Perdants	1 573 Md€ placés en grande partie en obligations, dont un quart de dette française : la valeur réelle baisse avec l'inflation.
Ménages endettés à taux fixe	Gagnants	Les mensualités restent identiques en francs, et leur poids baisse avec l'inflation.
Salariés et retraités	Perdants à court terme	Baisse du pouvoir d'achat tant que les revenus ne rattrapent pas les prix. Gagnants à moyen terme si l'emploi repart.
Entreprises exportatrices	Gagnantes	Leurs prix baissent pour l'étranger, leurs marges remontent.
Entreprises importatrices	Perdantes	Leurs coûts augmentent.
Tourisme	Gagnant	La France devient moins chère pour les visiteurs.
L'État	Gagnant sur la dette, perdant sur la crédibilité	Sa dette baisse en valeur réelle, mais il paiera des taux plus élevés pendant des années.
Banques et assureurs français	Contrastés	Gains sur leurs actifs étrangers, pertes sur leurs passifs en devises et sur la qualité de leurs crédits.

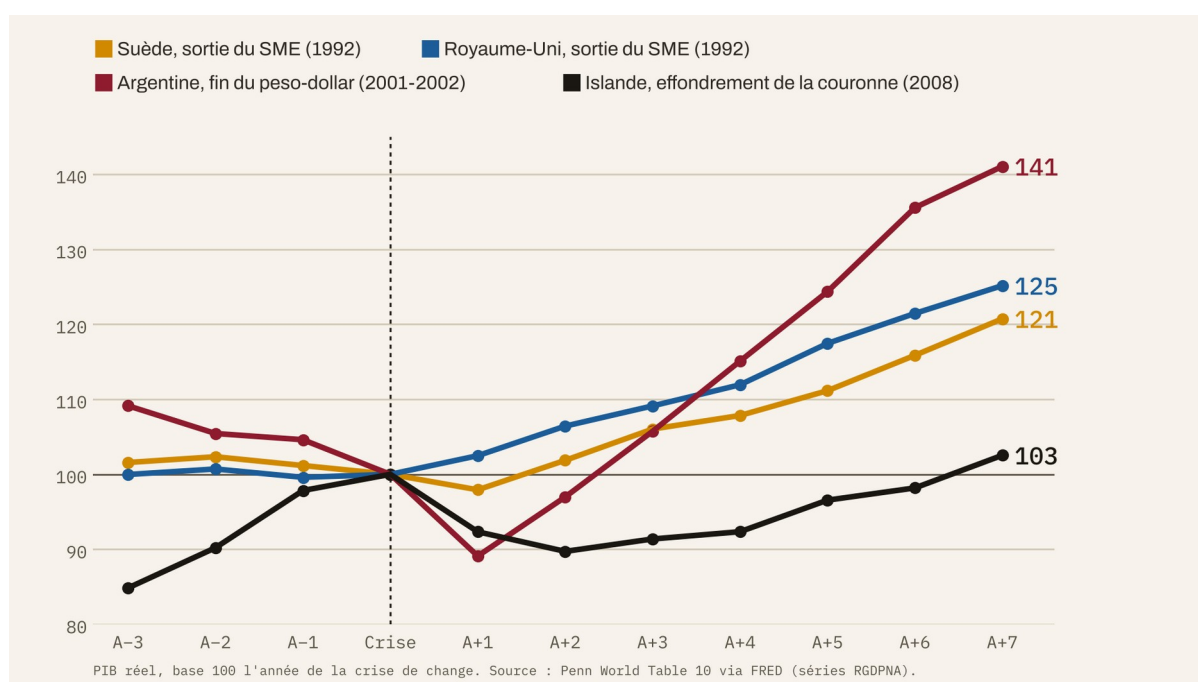
Le premier perdant, en France, serait l'épargnant. L'assurance-vie représente 2 171 milliards d'euros d'encours fin août 2026, dont environ 72 % en fonds euros. Ces fonds sont investis pour l'essentiel en obligations, et la dette française représente en moyenne 26 % des placements obligataires des assureurs selon l'Autorité de contrôle prudentiel. Une sortie de l'euro ne ferait pas disparaître cette épargne en francs : la garantie en capital des fonds euros s'appliquerait en francs. Mais elle en réduirait la valeur réelle.

C'est la raison pour laquelle, dans une sortie forcée, la fuite des capitaux précède toujours la décision. Ceux qui peuvent transférer leur épargne à l'étranger avant la conversion le font. C'est aussi pourquoi le contrôle des capitaux est inévitable.

LE COÛT DE LA SORTIE SELON LE DOSSIER DE 2014, ET AUJOURD'HUI

En 2014, l'Institut des Libertés estimait le coût d'une dissolution ordonnée pour la France à 53,9 milliards d'euros : environ 15 milliards de pertes pour les banques sur leurs expositions en Europe, 17 milliards sur le Fonds européen de stabilité financière et le Mécanisme européen de stabilité, et 22 milliards sur les soldes TARGET. Dans une sortie unilatérale et forcée, la nature du coût change, et son montant aussi. Nous l'estimons à 190 à 290 milliards d'euros sur trois ans, soit 6 à 10 % du PIB : 90 à 150 milliards de production perdue la première année (3 à 5 % du PIB), 45 à 70 milliards de prime de risque sur la dette (2 à 3 points de taux pendant trois ans), 35 à 55 milliards de surcoût sur la dette TARGET, due en euros, et environ 16 milliards de capital versé au Mécanisme européen de stabilité, probablement gelé dans le contentieux. S'y ajoute un risque, et non une perte certaine : les garanties accordées au Fonds européen de stabilité financière, dont la France porte 21,9 %, soit 67 milliards d'euros d'engagements. Sur le papier, la perte d'environ 250 milliards infligée aux créanciers étrangers compense ce coût. Mais c'est précisément ce transfert qui nourrit la prime de risque et le contentieux. Et à l'intérieur du pays, l'inflation ferait perdre 110 à 140 milliards d'euros de pouvoir d'achat aux seuls fonds euros d'assurance-vie.

8. Ce que l'histoire enseigne



GRAPHIQUE 11 – LE PIB AVANT ET APRÈS QUATRE CRISES DE CHANGE

Ce graphique compare l'évolution du PIB réel autour de quatre crises de change.

Le Royaume-Uni et la Suède en 1992 sont les cas favorables. Le Royaume-Uni quitte le mécanisme de change européen en septembre 1992, la Suède abandonne en novembre l'ancrage de sa couronne à l'écu. La livre perd environ 15 % face au mark, la couronne environ

23 % face à l'écu. Il n'y a ni défaut, ni contrôle des capitaux. La Suède connaît une dernière année de récession en 1993, puis une longue période de croissance soutenue par une politique budgétaire très stricte. Sept ans plus tard, le PIB a progressé d'environ 20 à 25 % dans les deux pays.

L'Argentine en 2001-2002 est le cas d'une sortie de change fixe par la faillite. Le « corralito » de décembre 2001 bloque les dépôts. L'État fait défaut. En janvier 2002, le peso est détaché du dollar et tombe de un à près de quatre pesos par dollar. Les dépôts en dollars sont convertis de force à 1,40 peso, les dettes à un pour un. Le PIB chute de 11 % en 2002, la pauvreté dépasse 57 %. Puis la croissance repart à 8 à 9 % par an pendant cinq ans. Sept ans après la crise, le PIB a progressé de 40 %. Mais le pays a perdu une décennie dans les tribunaux, et l'inflation est revenue dès que l'État a recommencé à financer ses déficits par la banque centrale.

L'Islande en 2008 est le cas d'une crise bancaire et de change. La couronne perd environ la moitié de sa valeur face à l'euro. Le pays instaure un contrôle des capitaux qui durera jusqu'en mars 2017. La reprise est plus lente : le PIB ne retrouve son niveau de 2008 qu'en 2015.

La Tchécoslovaquie en 1993 n'est pas un cas de crise, mais c'est le meilleur exemple pratique d'une séparation monétaire. Après la partition du pays au 1er janvier 1993, les deux républiques gardent la même monnaie pendant cinq semaines. Du 4 au 7 février 1993, les anciens billets sont échangés, dans la limite de 4 000 couronnes en espèces par personne, le reste étant déposé sur des comptes. Des billets préalablement revêtus de timbres adhésifs sont distribués pendant l'échange, et la séparation des deux monnaies prend effet le 8 février, à parité. La couronne slovaque est ensuite dévaluée de 10 % par sa banque centrale, le 10 juillet 1993, dans un régime de change fixe. L'opération a été préparée en secret et réalisée en une semaine.

La Grèce en 2015 est le contre-exemple : le pays a fermé ses banques pendant trois semaines et imposé un plafond de retrait de 60 euros par jour, mais il est resté dans l'euro et a accepté un troisième programme d'aide. Le contrôle des capitaux n'a été totalement levé qu'en septembre 2019. C'est le scénario de la troïka que décrit Charles Gave.

Enfin, l'histoire de France elle-même offre deux précédents réussis. En décembre 1958, le plan Pinay-Rueff associe une dévaluation de 17,55 %, un assainissement budgétaire et l'ouverture des frontières commerciales : c'est le point de départ de la décennie de croissance la plus forte de l'après-guerre. En août 1969, une dévaluation de 11,1 % est suivie d'un excédent commercial et d'une croissance soutenue. Dans les deux cas, la dévaluation n'était pas une fin, mais l'instrument d'une politique.

9. Les conditions de la réussite

Le dossier de 2014 et *Réussir sa désindustrialisation* convergent sur un point essentiel, que les partisans d'une sortie de l'euro oublient souvent : la dévaluation ne règle rien par elle-même. Elle donne du temps et des marges. Ce qu'on en fait décide de tout.

1. **Baisser la dépense publique.** C'est la condition principale. Le Canada a supprimé un poste de fonctionnaire fédéral sur six et réduit les budgets des ministères de 20 % en trois ans, après une baisse de sa monnaie d'environ 20 % : il a retrouvé un excédent budgétaire en trois ans, sans inflation ni panique obligataire. La Suède a ramené sa dépense publique de 63 à 50 % du PIB. Pour la France, l'objectif serait de passer de 57 à 50 % du PIB en cinq ans, sur la route des 40 % que fixe Charles Gave.
2. **Une banque centrale indépendante, sans financement du déficit.** Le nouveau franc n'aurait de valeur que si les Français et les investisseurs étaient convaincus qu'il ne servirait pas à financer l'État. Une Banque de France indépendante, avec un objectif d'inflation, est la seule garantie.
3. **Une règle budgétaire.** La Suède a adopté après sa crise un objectif d'excédent budgétaire et des plafonds de dépenses votés trois ans à l'avance. C'est ce qui lui a permis de réduire sa dette de près de 70 % du PIB en 1996 à 35 % aujourd'hui.
4. **Rétablir la rentabilité du capital.** C'est la thèse centrale de *Réussir sa désindustrialisation* : il ne faut pas réindustrialiser la France par des subventions, il faut la « désétatiser », et l'industrie reviendra d'elle-même. Cela passe par une fiscalité moins lourde sur le capital et la production, que la dévaluation ne remplace pas.
5. **Tenir la parité.** Une dévaluation décidée n'a de sens que si elle est unique. La Banque de France doit être prête à relever ses taux et à mobiliser ses réserves pour défendre le cours de 0,85 euro, et le gouvernement doit refuser toute indexation générale des salaires sur les prix.
6. **Négocier plutôt que rompre.** Une sortie concertée avec les partenaires européens, même dans l'urgence, coûterait beaucoup moins cher qu'une rupture. Elle permettrait de régler la question de la dette TARGET, de maintenir le marché unique et d'éviter un contentieux de dix ans. C'était la recommandation centrale du dossier de 2014.

INCRUST *La dévaluation ne règle rien. Elle donne du temps. Ce qu'on en fait décide de tout.*

10. Le paramètre politique : une sortie que les Français ne veulent pas

Un scénario de sortie de l'euro se heurte à une réalité politique : les Français restent attachés à la monnaie unique. Selon l'Eurobaromètre de septembre 2025, 72 % d'entre eux jugent que l'euro est une bonne chose pour la France, et 80 % pour l'Union européenne. Un sondage Odoxa de mai 2024 montrait que 65 % des Français étaient opposés à une sortie de l'euro. En 2011, au plus fort de la crise de la dette européenne, ils n'étaient que 32 % à souhaiter un retour au franc selon l'Ifop. Aucun grand parti ne propose aujourd'hui de quitter l'euro.

C'est précisément pourquoi le scénario d'une sortie par la contrainte est plus plausible que celui d'une sortie par choix. Une sortie de l'euro n'aurait vraisemblablement lieu que si les autres options devenaient pires : une tutelle européenne imposée, une austérité décidée à Bruxelles, une crise sociale incontrôlable. C'est la vieille leçon de l'histoire monétaire : les

régimes de change fixe ne sont presque jamais abandonnés à froid, ils cèdent sous la pression des marchés. La Suède, le Royaume-Uni et l'Argentine en sont des exemples.

Conclusion

Il y a douze ans, l'Institut des Libertés écrivait qu'il valait mieux sortir de l'euro « à froid plutôt qu'à chaud », et qu'une défaite n'avait pas à se transformer en déroute. Le temps a passé, et la France s'est rapprochée du chaud. Sa dette a augmenté de 80 %, l'argent est redevenu cher, et la BCE ne peut plus l'aider sans conditions.

Le scénario que nous avons décrit n'est pas une prévision. La France peut encore éviter la crise de refinancement, à condition de réduire durablement sa dépense publique. Mais si cette crise survenait, il faut savoir à quoi s'attendre : un week-end de décision, une semaine de banques fermées, un franc dévalué de 15 % et défendu par la Banque de France, un pic d'inflation, et une ou deux années difficiles. Et surtout, une alternative décisive : faire de la dévaluation l'instrument d'une remise en ordre, comme en 1958, ou le premier pas d'une glissade, comme les assignats.

Dans les deux cas, la leçon de Charles Gave reste la même. Ce ne sont ni la monnaie ni le taux de change qui font la prospérité d'un pays. Ce sont les profits de ses entreprises, et donc le poids de son État. L'euro a rendu ce poids insupportable en supprimant la soupape du change. Le franc ne le rendrait supportable que si l'on en profitait pour l'alléger.

Sources. Institut des Libertés, *Dossier sur l'euro. Raisons et conséquences d'une sortie* (mai 2014) ; Charles Gave, *Réussir sa désindustrialisation* (juin 2023) ; Insee, Informations rapides n° 239 (29 septembre 2026) ; Agence France Trésor, communiqués du 14 octobre 2025 et du 29 septembre 2026, bulletin mensuel et répartition des détenteurs ; dossier de presse du PLF 2027 ; Banque de France, réserves de change (fin septembre 2026) ; taux de l'OAT et du Bund au 9 octobre 2026, émission et détention de titres français (T1 2026), épargne des ménages (T1 2026), balance des paiements 2025, Bulletin n° 262/4 sur les soldes TARGET ; Bundesbank, soldes TARGET (30 septembre 2026) ; Mécanisme européen de stabilité (capital de la France) ; Moody's, Credit Opinion sur le FESF (février 2025) ; BCE, clé de répartition du capital et communiqué du 21 juillet 2022 sur le TPI ; Commission européenne, procédure pour déficit excessif de la France ; France Assureurs (assurance-vie, août 2026) ; ACPR, Analyses et synthèses n° 181 ; Eurostat (dette, dépenses publiques, production industrielle) ; OCDE et Réserve fédérale via FRED ; Penn World Table 10 ; Banque nationale de Slovaquie (dévaluation du 10 juillet 1993) et Radio Prague (séparation monétaire de 1993) ; Trésor-Éco n° 105 (Suède) ; Eurobaromètre (septembre 2025), Odoxa (mai 2024), Ifop (novembre 2011).

Cette note est un exercice d'anticipation à visée pédagogique. Elle ne constitue ni une prévision, ni une recommandation politique, ni un conseil en investissement.

