

5) Quel serait l'impact d'une sortie de la zone euro pour les finances publiques ?

François ECALLE

Il est évidemment très difficile de prédire ce qui pourrait se passer en cas de sortie d'un pays de la zone euro car, s'il y a eu dans le passé des exemples d'unions monétaires qui ont été dissoutes, les périodes et les pays concernés étaient trop différents pour que des conclusions solides puissent en être tirées.

Il est toutefois très probable, compte-tenu du déficit persistant des transactions courantes et de l'insuffisante compétitivité de la France, que le rétablissement du Franc entraînerait rapidement sa dévaluation, quelle que soit la parité Franc/Euro retenue initialement. C'est d'ailleurs ce que souhaitent généralement les partisans d'une sortie de la zone euro pour rétablir la compétitivité des entreprises françaises.

A) Les dépréciations du change ont souvent des effets négatifs et sont difficiles à maîtriser, ce qui a justifié la création de l'euro

1) Une dévaluation a des effets négatifs sur l'activité, sauf si le pouvoir d'achat diminue

Une dévaluation du Franc se traduirait par une baisse des prix exprimées en monnaie étrangère des entreprises françaises et donc par une amélioration de leur « *compétitivité prix* » leur permettant d'accroître le volume de leurs exportations en gagnant des parts de marché. Les entreprises françaises pourraient également augmenter leur prix en Francs et les maintenir en monnaie étrangère, ce qui se traduirait par une augmentation de leurs marges leur permettant d'investir plus.

Une dévaluation du Franc entraînerait symétriquement une hausse du prix en Francs des produits importés et une diminution du volume des importations, sauf si les entreprises étrangères réduisaient leurs marges mais elles auraient alors moins d'incitations et de capacités financières pour investir.

Une dévaluation contribue donc à augmenter les exportations et à diminuer les importations, en volume, ce qui est favorable à l'activité économique et à l'emploi.

Elle a aussi pour effet mécanique d'augmenter les prix en monnaie nationale des produits dont les prix sont fixés sur des marchés internationaux dans une monnaie étrangère. C'est le cas notamment des matières premières, la monnaie étrangère étant alors le dollar. Les prix en Francs de ces produits augmenteraient donc automatiquement. De manière plus générale, les

prix de tous les biens et services importés augmenteraient, plus ou moins selon l'intensité de la concurrence sur le marché national.

Si les entreprises répercutent les hausses de leurs coûts dans leurs prix et si les salaires sont indexés, de droit ou de fait, sur les prix, une dévaluation a des effets inflationnistes. Si les salaires sont totalement indexés et si les entreprises répercutent intégralement les variations de leurs coûts dans leurs prix, l'amélioration initiale de la compétitivité prix finit même par être entièrement annulée ; les volumes d'exportations et d'importations reviennent au niveau antérieur à la dévaluation, de même que la production et l'emploi. Si l'inflation n'est pas maîtrisée, la compétitivité continue à se dégrader ; la production et l'emploi deviennent inférieurs à leur niveau d'avant la dévaluation.

Une dévaluation ne peut avoir d'effets positifs durables sur l'activité et l'emploi que si les entreprises réduisent leurs marges ou si le pouvoir d'achat des salariés diminue. La réduction des marges pouvant entraîner une baisse de l'investissement, la condition de succès d'une dévaluation est une perte de pouvoir d'achat.

La dévaluation n'étant pas possible au sein de la zone euro, le rétablissement de la compétitivité des pays dont les échanges extérieurs sont déséquilibrés passe par des « *programmes d'austérité* » ou par des mesures que les économistes appellent des « *dévaluations internes* », comme par exemple le remplacement de [cotisations sociales patronales par la TVA](#), qui ont les mêmes effets et les mêmes conditions de réussite qu'une dévaluation.

La dévaluation n'est donc pas le remède miracle qui permettrait de relancer l'activité, sans effort, par les échanges extérieurs. Elle peut seulement être plus efficace que les mesures envisageables au sein d'une zone monétaire parce qu'elle peut être plus forte, plus rapide et, en apparence, plus égalitaire (tout le monde est touché en même temps). Une dépréciation immédiate de 20 % de la monnaie peut sans doute entraîner une perte de pouvoir d'achat et une amélioration durable de la compétitivité plus fortes que dix ans de « *politique d'austérité* », en pratique non réalisables.

2) Les mouvements des taux de change sont difficilement contrôlables

Le marché des changes est un des marchés sur lesquels la spéculation est la plus forte, avec des effets qui peuvent être très déstabilisants sur les économies des pays concernés.

Si les acteurs de ce marché considèrent que le cours d'une monnaie va diminuer, quelle qu'en soit la raison, il est quasiment impossible de l'empêcher. La banque centrale ne dispose en effet que de trois types d'instruments pour contrer cette baisse et dont la portée est limitée : racheter sa propre monnaie en cédant des devises étrangères ; relever ses taux d'intérêt pour rendre plus attractifs les placements dans sa monnaie ; contrôler les achats et ventes de devises.

Les réserves en devises d'une banque centrale sont naturellement limitées et, une fois épuisées, la dépréciation de la monnaie nationale est inévitable, ce que les spéculateurs anticipent très bien.

Pour contrer une forte spéculation à la baisse de la monnaie nationale, il faut relever les taux d'intérêt jusqu'à des niveaux insoutenables pour l'économie nationale. Si les acteurs du

marché des changes anticipent une dépréciation de seulement 1 % le lendemain, il faut, pour les dissuader de vendre la monnaie nationale, leur offrir un rendement de 1 % par jour, ce qui est équivalent à un taux d'intérêt annuel composé de 3600 %. Pendant la crise des changes du début des années 1990, la banque centrale de Suède a porté les taux d'intérêt à plus de 500 % en équivalent annuel pour défendre sa monnaie, sans succès.

Une banque centrale ne peut pas soutenir seule sa monnaie contre une spéculation à la baisse. Elle doit être aidée par la banque centrale du pays dont la monnaie s'apprécie qui peut, en principe, vendre sans limite sa propre monnaie et fortement baisser ses taux d'intérêt. Encore faut-il qu'elle en soit d'accord et que cela n'aille pas à l'encontre de ses propres objectifs, notamment de stabilité des prix. Comme l'a montré le cas de la Suisse au début de 2015, il n'est pas non plus possible de contrer indéfiniment les pressions à la hausse d'une monnaie.

Le « *contrôle des changes* » a été pratiqué en France et dans de nombreux pays pendant très longtemps. Il suppose que l'administration soit techniquement capable de contrôler tous les achats et ventes de devises étrangères et d'apprécier leurs justifications.

S'agissant du contrôle des opérations de change, la diversification des moyens de paiement et la multiplication des échanges, du fait du développement des technologies de l'information et de la communication, le rendent techniquement beaucoup plus compliqué à mettre en œuvre aujourd'hui, alors même qu'il n'a jamais empêché les fuites de capitaux dans le passé.

Il est également beaucoup plus difficile aujourd'hui qu'il y a 50 ans d'apprécier la justification des opérations de change des entreprises, leurs activités s'étant fortement diversifiées et complexifiées. Il n'a d'ailleurs jamais été simple de distinguer les opérations de couverture contre un risque de change, qui relèvent de la bonne gestion, et les opérations spéculatives.

3) La création de la zone euro a permis de supprimer le coût des fluctuations des changes sans que la France ne perde le pouvoir de mener une politique monétaire autonome qu'elle n'avait plus

La fin du régime de changes fixes instauré par les accords de Bretton Woods, souvent datée du 15 août 1971 comme l'annonce de la suspension de la convertibilité du dollar en or, a conduit à un régime de changes flottants dans les pays de l'OCDE.

Les pays de l'Union européenne ont alors très vite essayé de maîtriser les fluctuations erratiques des taux de change entre leurs monnaies qui sont apparues sur les marchés. Quel que soit leur sens, hausse ou baisse, ces fluctuations accroissent en effet les incertitudes auxquels font face les acteurs économiques et les conduisent à reporter ou annuler leurs projets d'investissement et de recrutement. Des efforts de maîtrise des coûts ou de développement commercial peuvent être annihilés en quelques jours par les variations imprévues des devises.

Le « *système monétaire européen* » fut ainsi créé pour stabiliser les taux de change. Il reposait sur des actions coordonnées des banques centrales visant à les maintenir à l'intérieur d'une bande relativement étroite (le « *tunnel* » puis le « *serpent* »).

La France ayant toujours eu une inflation plus élevée que l'Allemagne et vu sa compétitivité s'éroder alors même qu'un contrôle des changes était en vigueur, les marchés ont toujours

poussé le Mark à la hausse et le Franc à la baisse. Le système ne pouvait donc fonctionner que si la banque centrale allemande acceptait de soutenir le Franc et elle ne l'acceptait que si cette défense était compatible avec ses propres objectifs.

La dépendance de la France vis-à-vis de la politique menée par la Bundesbank s'est accrue lorsque le contrôle des changes a été supprimé et les mouvements de capitaux libérés en Europe au milieu des années 1980, parce que ce contrôle devenait inefficace et nuisible au développement des entreprises. Or, comme l'ont démontré R. Mundell et M. Fleming, un pays qui veut maintenir des changes fixes, ou quasi-fixes comme dans le système monétaire européen, sans pouvoir contrôler les mouvements de capitaux ne peut plus avoir de politique monétaire autonome. En pratique, la politique monétaire de la France à la fin des années 1980 était celle de la Bundesbank.

Dans ces conditions, il était préférable fixer définitivement les taux de change en créant une monnaie unique et de partager le pouvoir monétaire avec l'Allemagne au sein d'un système européen de banques centrales où sa voix ne compte pas plus que celle de la France ou d'autres pays. De fait, les [politiques monétaires non conventionnelles](#) mises en œuvre par la banque centrale européenne depuis 2010 ont souvent été décidées malgré l'opposition du gouverneur de la Bundesbank.

B) Une sortie de la zone euro rendrait plus difficile le nécessaire rééquilibrage des comptes publics

L'Allemagne n'a pas abandonné le Mark, instrument de sa puissance économique, sans contreparties. Elle a notamment obtenu que les politiques budgétaires soient encadrées par les règles fixant des limites au déficit et à l'endettement publics (même si ces règles n'ont pas toujours été respectées) pour éviter leurs effets inflationnistes et pour ne pas se retrouver dans une situation où elle serait obligée de venir en aide à un pays de la zone euro en difficulté.

Une sortie de la zone euro permettrait, pour ses partisans, de s'affranchir de ces règles budgétaires et de mettre en œuvre une politique économique plus favorable à la croissance et à l'emploi. Toutefois, la réduction de la dette publique est une nécessité indépendante de l'appartenance à la zone euro et serait plus difficile en cas de retour à une monnaie nationale.

1) La réduction de la dette publique est nécessaire indépendamment de l'appartenance à la zone euro

Les raisons pour lesquelles la dette publique de la France doit être réduite sont exposées dans une [autre note](#). Elles sont indépendantes de l'appartenance à la zone euro et des règles budgétaires européennes.

La France n'est pas au bord de la faillite et l'Etat peut continuer à s'endetter. Poursuivre sur cette voie est toutefois extrêmement imprudent car les risques sont considérables. Au-delà d'un certain seuil, certes impossible à déterminer précisément, la progression de la dette publique entraîne en effet une hausse insoutenable des taux d'intérêt, en raison des « primes de risque » exigées par les créanciers de l'Etat. Or plus la dette est élevée, plus les efforts nécessaires pour la réduire sont importants.

Il est donc nécessaire de la stabiliser dès que possible et de la réduire suffisamment pour garder une marge de hausse au cas où une nouvelle crise économique imposerait de laisser les « *stabilisateurs automatiques* » jouer et la dette progresser de nouveau.

2) Une dévaluation risque de rendre plus difficile le rééquilibrage des comptes publics

a) Une dévaluation augmenterait immédiatement la valeur de la dette publique ou la charge d'intérêt en monnaie nationale

Une dévaluation augmente instantanément le ratio dette / PIB en raison de son impact sur la valeur en monnaie nationale des dettes contractées dans une autre monnaie.

Or la dette publique de la France n'est pas libellée en Francs mais en euros et il n'est pas certain que sa conversion en Francs puisse être imposée aux non-résidents, alors qu'ils en détiennent environ 60 %. A supposer même que la « *lex monetae* » la permette, sa conversion en Francs serait considérée par les non-résidents comme une rupture de contrat unilatérale équivalente à un défaut de paiement. Il en résulterait une fermeture de l'accès aux marchés internationaux, sauf à des taux prohibitifs intégrant une prime de risque très élevée. Or nous sommes obligés de nous financer sur les marchés financiers internationaux, le solde primaire des administrations publiques et le solde de nos échanges extérieurs étant négatifs.

En conséquence, une dévaluation du Franc par rapport à l'euro entraînerait automatiquement soit une augmentation du montant de la dette et de la charge d'intérêt en Franc, si les emprunts contractés auprès des non-résidents sont maintenus en euro, soit une augmentation de la charge d'intérêt en Franc, sous l'effet d'une prime de risque plus élevée, si ces emprunts sont convertis en Franc.

L'impact sur la dette pourrait être encore plus fort car la France devrait rembourser la dette en euros contractée dans le cadre du système de paiement Target 2 entre banques centrales, qui pourrait croître très fortement en cas de sorties massives de capitaux résultant de l'anticipation d'une sortie de la zone euro.

b) L'inflation induite par la dévaluation ne permettrait pas de compenser cet effet et de réduire le ratio dette / PIB

L'inflation réduit le ratio dette publique / PIB en majorant son dénominateur, mais cet effet est progressif. A court terme, le ratio dette / PIB ne diminuerait certainement pas et il augmenterait mécaniquement si les emprunts des non-résidents étaient maintenus en euro.

Les créanciers de l'Etat anticipant une inflation plus forte, le taux d'intérêt sur les emprunts publics devrait augmenter. Si cette hausse est seulement égale au surcroît d'inflation et si le ratio dette / PIB n'augmente pas, le solde primaire requis pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB¹ est inchangé. Or, comme le montre la [note consacrée à ce sujet](#), les effets de l'inflation sur le solde primaire effectif sont incertains, le plus probable étant qu'ils soient limités. Dans ces conditions, une dévaluation ne modifierait pas les efforts nécessaires de hausse des prélèvements ou de maîtrise des dépenses pour stabiliser et réduire la dette.

Cependant, soit le ratio dette / PIB augmenterait mécaniquement, les emprunts des non-résidents étant maintenus en euro, soit le taux d'intérêt des emprunts publics augmenterait nettement plus que l'inflation parce que les créanciers de l'Etat exigeraient une prime de risque élevée, les emprunts en euro des non-résidents étant convertis de force en Franc. Quel

¹ Ce solde primaire, en pourcentage du PIB, est égal au produit du ratio dette / PIB par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB.

que soit le scénario retenu pour sortir de la zone euro, le solde primaire requis pour stabiliser la dette serait donc plus élevé et les efforts nécessaires seraient plus importants.

3) Une banque centrale nationale ne peut pas financer longtemps les administrations publiques à des taux d'intérêt très faibles

Une sortie de la zone euro redonnerait à la France le pouvoir de mener une politique monétaire autonome, sous réserve d'accepter des fluctuations erratiques des changes et notamment des pressions spéculatives incontrôlables à la baisse du Franc.

Il est parfois avancé que la Banque de France pourrait alors prêter indéfiniment à taux très faible, voire nul, à l'Etat, ce qui permettrait à celui-ci de s'endetter tout aussi longtemps et lui éviterait d'avoir à mettre en œuvre des « politiques d'austérité ».

Comme le montre une [autre note d'analyse](#), le financement des Etats par les banques centrales à de faibles taux d'intérêt était nécessaire après la crise de 2009 pour soutenir ceux qui se sont trouvés dans une situation financière périlleuse et pour contribuer, à partir de 2013, à la remontée du taux d'inflation vers l'objectif de la politique monétaire.

Cette politique monétaire « *non conventionnelle* » n'est toutefois pas durable car, à un horizon plus ou moins lointain, l'inflation finira par repartir et dépasser cet objectif, avec des effets négatifs sur l'activité économique. En outre, même si l'inflation au sens traditionnel de hausse des prix à la consommation, reste maîtrisée, la croissance de la masse monétaire entraîne la formation de bulles spéculatives sur les prix des actifs (actions, immobilier...) dont l'éclatement peut causer des dommages considérables.

Une banque centrale doit donc toujours, plus ou moins vite, prendre des mesures visant à ralentir la progression de la masse monétaire. Dans ces conditions, sauf à restreindre le refinancement des établissements bancaires au détriment de l'investissement privé, elle doit réduire ses prêts aux administrations publiques qui doivent alors recourir à des emprunts à des taux plus élevés auprès d'investisseurs privés.

C) Conclusion

L'ampleur de cette dévaluation est imprévisible car les évolutions des taux de change sont erratiques et difficilement contrôlables. La zone euro a d'ailleurs été créée pour éviter le coût économique des fluctuations trop fortes des monnaies européennes et voulue par la France pour éviter des dévaluations pénalisantes. Une dévaluation a en effet un impact négatif sur l'activité économique, sauf si le pouvoir d'achat des salaires diminue. Avant la création de l'euro, la France avait de facto perdu le pouvoir de mener une politique monétaire autonome, étant sous la dépendance de la banque centrale allemande. Une sortie de la zone euro ne lui redonnerait pas ce pouvoir tout en la soumettant à des coûts majeurs et durables.

Une sortie de la zone euro n'exonérerait pas la France des efforts nécessaires pour réduire sa dette publique et rendrait plus difficile le rééquilibrage des finances publiques. En effet, la dévaluation qui en résulterait augmenterait immédiatement le poids réel de la dette publique et la charge d'intérêt sans que cet effet négatif soit compensé par une inflation plus forte. Le recours, sauf s'il est exceptionnel et limité, au financement des déficits publics par la banque centrale nationale est illusoire car cette institution ne peut pas financer indéfiniment un Etat à des taux d'intérêt très faibles.