



FONDATION
RES PUBLICA

Fondation de recherche reconnue
d'utilité publique depuis 2005

LES SCENARII DE DISSOLUTION DE L'EURO

Une étude de Jacques Sapir et Philippe Murer
avec la contribution de Cédric Durand

Septembre 2013

NOTE INTRODUCTIVE DE LA FONDATION RES PUBLICA

La Fondation Res Publica conduit, depuis 2008, un programme de recherche exigeant sur la crise économique et financière internationale, et plus particulièrement sur la crise de la zone Euro. Plusieurs colloques et séminaires ont été organisés par la Fondation, et de nombreuses notes publiées sur ce thème¹. C'est toujours dans la perspective d'irriguer le débat et d'éclairer les politiques publiques à partir d'une pensée républicaine moderne que s'inscrit la publication de cette nouvelle étude réalisée par les économistes Jacques Sapir et Philippe Murer. La situation économique et sociale et les défis qui se dressent face à la France et face à l'Europe nécessitent en effet une réflexion prospective pluraliste.

La monnaie unique rassemble dans un même cadre des économies de structures très différentes, de niveau de développement inégal, dont les langues, les cultures et les options politiques diffèrent. Dès le départ, la zone Euro était loin d'être une zone monétaire « optimale », selon l'expression de l'économiste canadien Robert Mundell. De plus, il est douteux qu'une monnaie unique sans gouvernement économique, interdisant par construction les ajustements monétaires, puisse se maintenir durablement en s'en remettant uniquement aux évolutions du marché pour éviter les distorsions de salaires, de prix, de compétitivité, d'endettement, etc.

Certes, à son début, le système de l'Euro a semblé fonctionner, mais l'excédent commercial allemand créait une illusion d'optique en absorbant les déficits des autres pays. Des déficits commerciaux qui, dans le cas de la France, de l'Espagne, de l'Italie et de bien d'autres pays, traduisaient un mouvement profond de désin-

1. Voir les actes de la Table ronde « Approches théorique et pratique d'une monnaie commune », organisée le 13 février 2012, ou ceux du colloque « L'Euro monnaie unique peut-il survivre ? » du 24 septembre 2013. Voir aussi la note de Jean-Luc Gréau et Jean-Michel Quatrepoint du 18 février 2013 « Pour sortir de la déflation, repenser la zone Euro ».

dustrialisation et une perte considérable de compétitivité par rapport à l'industrie allemande, et que la surévaluation de l'Euro a encore accélérée. Loin de converger comme les pères de l'Euro en avaient l'ambition, les économies de la zone ont massivement divergé. La construction même de l'Euro s'est révélée mortifère pour les pays du sud de la zone, et par extension la France, dont les systèmes productifs sont organisés sur un modèle différent du célèbre « modèle allemand », avec des exportations très sensibles aux taux de change. La part de la France dans le marché mondial a ainsi régressé de 5,1% en 2002 à 3,8% aujourd'hui, et la zone Euro dans son ensemble et sur la dernière décennie a subi une croissance bien plus lente que celle des Etats-Unis ou de pays européens n'ayant pas adopté la monnaie unique comme le Royaume-Uni ou la Suède. De sommet de la dernière chance en sommet de la dernière chance, la monnaie unique semble vouée à l'éclatement, et de nombreux économistes ou acteurs financiers l'envisagent ouvertement. Pour éviter une dissolution sauvage, il y aurait potentiellement une perspective : la transformation de l'Euro de monnaie unique en monnaie commune. Ce scénario serait a priori préférable à un éclatement sauvage de la zone Euro et à un retour chaotique aux monnaies nationales. Mais est-il possible ?

L'étude qui suit détaille l'impact sur l'économie de la France – et celle des principaux pays de la zone Euro – de différents scénarios de dissolution de la zone Euro – procédant de différentes hypothèses de coopération monétaires – et de différentes options de politique économique pour la France. Elle envisage également l'impact de cette dissolution de l'Euro sur le système monétaire international et examine la possibilité d'une construction d'une monnaie commune après une phase préalable de retour aux monnaies nationales. Enfin, les auteurs analysent les conséquences de cette dissolution sur l'industrie européenne, sur les institutions monétaires et de coordination macro-économiques européennes, sur le système bancaire et financier, et son impact général sur l'économie française.

Sans nécessairement reprendre à son compte l'ensemble des analyses des auteurs, la Fondation Res Publica remplit sa mission en versant au débat public un tel document. La Fondation est consciente des fragilités de ce type d'études mais elles contribuent à éclairer le débat nécessaire sur des questions déterminantes pour l'avenir de la France et de l'Europe.

RÉSUMÉ DE L'ÉTUDE

La crise de l'Euro pèse sur l'économie de l'ensemble de la zone. Elle a induit des politiques d'austérité qui l'ont plongée dans une profonde récession, sans aucune garantie qu'elles ne résolvent la crise. Dans les faits, les problèmes structurels de la zone Euro ont continué à s'aggraver. Dans cette situation, il est important de considérer ce que pourraient être les conséquences réelles d'une dissolution de la zone Euro et de se demander si elles seraient aussi catastrophiques qu'annoncées.

I. Le modèle et ses résultats

Nous supposons que les tensions au sein de la zone Euro atteignent un niveau tel que les pays concernés décident, d'un commun accord ou de manière dispersée, de renoncer à la monnaie unique. Dans ce cas, les pays de l'ex-zone Euro adoptent, ne serait-ce que de manière transitoire, des mesures drastiques de contrôle des capitaux afin de pouvoir « piloter » la dépréciation ou l'appréciation de leur monnaie. On suppose aussi que des mécanismes résiduels de coordination se maintiennent – au niveau des Ministères des Finances et des Banques Centrales – et que chaque pays peut collaborer avec ses voisins pour éviter une explosion dite désordonnée de la monnaie unique. Cela implique que les taux de change effectifs correspondent à des taux de change « cibles » qui permettent aux pays de l'Europe du Sud de rééquilibrer le plus rapidement possible leur balance commerciale. Ces deux postulats correspondent à ce que nous appelons une dissolution « contrôlée » de la zone Euro (hypothèse H1). Nous ne nous limitons pas à l'étude de ce cas de figure et étudions aussi la possibilité d'une scission de la zone Euro en deux (hypothèse H2 connue sous le nom des « deux Euros » ou combinaison Euro du sud/Euro du nord), tout comme nous envisageons la possibilité d'une dissolution « non contrôlée » de la zone Euro (hypothèse H3). Dans le cas d'une scission de la zone Euro en deux, nous estimons que la France serait le pays pivot de la

zone « Euro du Sud ». Pour chacun des trois scénarii ainsi retenus, nous testerons trois options de politique économique : l'option a sera qualifiée de « pro-consommation » ; l'option b de « pro-investissement » ; et l'option c de « pro-réduction des déficits ». Nous obtenons donc un ensemble de neuf trajectoires qui seront ensuite comparées sous leurs différents aspects.

À partir de la structure du commerce extérieur, du montant des importations et des exportations dans le PIB et des élasticités, on recalcule pour un taux de dévaluation – ou de réévaluation – donné, la variation de la balance commerciale et son apport au PIB en tenant compte de l'existence de l'ex-zone Euro, d'une zone Dollar et d'une zone intermédiaire. On corrige cependant à la hausse les importations à partir de la constatation qu'une forte augmentation des exportations entraînera nécessairement celles des importations compte tenu du phénomène de re-export des matières importées (énergie et matières premières) mais aussi de certains sous-ensembles. On corrige aussi les importations et les exportations en fonction de la croissance ou de la récession des pays partenaires dans la zone Euro. On obtient ainsi un premier niveau de PIB. Ce niveau de PIB fait apparaître un gain fiscal potentiel, dont on estime qu'une partie sera redistribuée à l'économie. Entre en compte alors le multiplicateur des dépenses publiques, que l'on a estimé à 1,4 sur la base de travaux récents. L'application de ce multiplicateur nous donne alors un deuxième état du PIB. Toutefois, suivant les scénarii, on a aussi une hausse plus ou moins forte de l'investissement productif. Or, cette hausse entraîne mécaniquement une hausse du PIB, ce qui nous fournit un troisième et définitif état du PIB et donc par comparaison un aperçu de la croissance.

L'impact des différentes hypothèses d'explosion de la zone Euro sur le taux d'inflation – et donc sur le taux de change réel – s'avère être important et se révèle l'un des principaux facteurs engendrant les résultats du modèle. Néanmoins, on observe un fort mécanisme de convergence des taux d'inflation dans le temps, quelles que soient les hypothèses de situation adoptées (H1, H2 ou H3). La convergence de l'inflation est la plus marquée dans l'hypothèse H1 et l'hypothèse H3. L'hypothèse H2 dite des « deux Euros » se caractérise par une inflation extrêmement forte pour la Belgique mais aussi pour l'Irlande. Inversement, l'hypothèse H3 – explosion « non contrôlée » – aurait un fort effet déflationniste sur la Belgique et un effet inflationniste très faible sur l'Irlande. L'impact de la dissolution de la zone Euro sur la croissance des différents pays est immédiat. Si l'on

considère uniquement les effets directs sur les deux premières années, on voit que les pays de l'Europe du Sud sont largement avantagés. Dans l'hypothèse H3 on constate un recul de 4% du PIB de l'Allemagne sur deux années. A l'inverse, on observe toujours sur deux années de forts taux de croissance tant pour la France, l'Espagne et l'Italie que pour la Grèce (+19%) et le Portugal (+15%). En fait, quelle que soit l'hypothèse retenue, une dissolution de l'Euro ne se ferait pas au détriment des pays de l'Europe du Sud mais bien au détriment de l'Allemagne dont le PIB baisserait par effet direct de 1,7% à 4% sur deux ans.

II. Une forte croissance pour l'économie française

Le passage du calcul des taux de croissance pour la France de l'effet direct à la somme des effets indirects implique naturellement de prendre en compte les différences de politique économique que l'on a représentées sous la forme de trois options : (a) (« pro-consommation »), (b) (« pro-investissement ») et (c) (« pro-réduction des déficits »). Nous obtenons donc un ensemble de neuf trajectoires qui seront ensuite comparées sous leurs différents aspects. Ce cumul des effets a des résultats spectaculaires. On constate alors que l'option (b) dite « pro-investissement » est celle qui engendre la croissance la plus forte dans les trois hypothèses de taux de change. L'écart de croissance est le plus important entre l'option (b) et l'option (c) qui apparaît dans le moyen terme (cinq périodes de douze mois chacune) comme la plus mauvaise. Suivant les hypothèses de taux de change, cet écart varie de 11,3 points à 11,55 points de croissance. L'option (c) donne les plus mauvais résultats sauf dans le cas d'une option « pro-investissement » à court terme (deux ans), mais elle décline ensuite rapidement. En fait, la combinaison d'une stratégie pro-investissement de type (b) aboutit à des résultats très comparables dans les hypothèses H2 et H3. Globalement, l'hypothèse H3 semble même préférable à l'hypothèse H2.

La hausse du PIB est en partie entraînée par l'accroissement des exportations et l'existence d'une balance commerciale excédentaire. Or, les produits manufacturés sont ceux dont les exportations augmenteraient le plus. Dans le même temps, il est clair que la baisse des coûts apparents induit une dévaluation, en particulier en comparaison avec l'Allemagne, et entraînerait un mouvement de délocalisation *vers* la France et un mouvement de relocalisation en France d'une partie des

activités de sous-traitance. Il semble évident que l'industrie, au sens large et avec les services associés, sera la grande bénéficiaire de cette situation créée par la sortie de l'Euro et la dévaluation. On peut donc estimer l'impact sur l'industrie de ces scénarii à un taux de croissance – pour ce secteur – égal à 1,5 à 2 fois le taux de croissance du PIB. En fait, l'expérience historique montre une relation stable entre la croissance du PIB et la croissance de la production industrielle d'environ 1,8 sur la période 1992-2013. Dans ces conditions, et sur la base de ce coefficient, la part de l'industrie manufacturière (hors services associés) en France dans le PIB passerait de 11,1% du PIB à 11,7% dans la plus mauvaise des trajectoires, et à 12,7% dans les meilleures des trajectoires. La dévaluation consécutive à l'explosion ou à la dissolution de la zone Euro effacerait les évolutions que l'on a connues depuis les années 2004-2005.

L'effet de la forte croissance du PIB engendrée par le cumul des effets directs et indirects d'une forte dévaluation devrait être très important sur l'emploi et le chômage. Nous avons pris ici l'hypothèse que toute croissance supérieure à 1,3% la première année et à 1,5% les années suivantes induisait des créations d'emploi au prorata de la croissance. Ces hypothèses entraînent des mouvements de réduction du chômage qui sont très forts au cours des deux premières périodes. La création d'emplois pouvant même, dans certains des scénarii, épuiser les réserves de travail existantes. C'est un bouleversement considérable pour la société française qui retrouverait ainsi une situation de chômage modéré voire faible. Les conséquences de ce bouleversement sur l'équilibre des différents budgets sociaux – maladie, retraite – sont potentiellement considérables.

Les options de politique économique favorisant la réduction la plus rapide de la dette (option c) engendrent en réalité les résultats les plus mauvais (le neuvième, huitième et sixième) tandis que les options (a) et (b) de l'hypothèse H3 et l'option (b) de l'hypothèse H2 fournissent les meilleurs résultats. Ce résultat n'est paradoxal qu'en apparence. Le poids de la dette dans le PIB dépend du taux de croissance. Or, on verra que les options de type (c) sont celles qui engendrent la croissance la plus faible. Dans toutes les hypothèses, l'option pro-investissement (b) s'avère plus intéressante que l'option de réduction des déficits (c). Une première conclusion s'impose : en cas d'explosion de l'Euro, quelle que soit l'hypothèse dans laquelle on se place, le gouvernement a tout intérêt à retenir une option « pro-investissement » (b). Si l'hypothèse coopérative H2 dite des « deux

Euros» est intéressante pour la France, elle présente en revanche des problèmes insurmontables pour les autres pays censés être membres de «l’Euro du Sud».

Les trajectoires que l’on a étudiées ici partent de la constatation que l’Euro n’est plus viable dans sa forme actuelle. Elles fournissent cependant des indications sur la possibilité de conserver, à terme, une «monnaie commune» venant s’ajouter aux monnaies nationales. La constitution d’une «monnaie commune» venant s’ajouter aux monnaies nationales pourrait être une solution logique, dans la mesure où elle n’interférerait pas dans la possibilité de flexibilité des changes mais en réglementerait la modalité d’application. Le passage à une telle solution serait d’autant plus facile que le cadre réglementaire encadrant les marchés financiers serait maintenu, au moins en partie.

III. Le problème de la «monnaie commune»

Une dissolution de l’Euro pose le problème des monnaies de réserve utilisées tant par les Banques Centrales que par des agents privés. Il faut donc dans un premier temps revenir sur les conséquences de l’introduction de l’Euro sur la situation internationale. Le système monétaire international est ainsi passé dans les années 2000 d’une situation d’oligopole dominée par le Dollar à une situation de quasi-duopole, ici encore dominée par le Dollar. C’est cette situation qui semble être aujourd’hui en train de s’effondrer et ce alors que l’Euro est toujours présent.

On constate en effet plusieurs phénomènes. D’une part, l’effondrement des «autres monnaies», effondrement dû pour l’essentiel à la chute du Yen japonais et des autres monnaies européennes servant de monnaies de réserve. Ce sont ces monnaies qui ont le plus souffert de l’introduction de l’Euro. D’autre part, avant la mise en place de l’Euro, le Deutsche Mark jouait un rôle non négligeable, qu’il devrait retrouver après la dissolution. On constate aussi que dans la phase du passage de l’Euro scriptural à l’Euro fiduciaire, la part du Dollar américain a augmenté.

En fait, l’aspect le plus intéressant de l’évolution actuelle est que la chute de l’Euro depuis 2010 ne se fait pas tant en faveur du Dollar, comme on aurait pu s’y attendre et peut-être le craindre, mais en faveur des «autres monnaies». Néanmoins, la composition de ce groupe – comprenant essentiellement des monnaies

de la zone Asie-Pacifique – a radicalement changé et s’est largement renforcé depuis la crise de 2007-2008.

Le Deutsche Mark devrait donc retrouver et même améliorer sa position de 1995, et représenter entre 16% et 18% des réserves. Les « autres monnaies » devraient atteindre, quant à elles, environ 18% à 20%, avec une forte hausse des « nouvelles monnaies », qui pourraient représenter 11 à 13% du total. Le Franc Français devrait au moins retrouver sa position de 1995 avec 2% du total. Il n’est cependant pas impossible – et les mouvements sur les taux d’intérêts que l’on constate aujourd’hui rendent plausible cette hypothèse – qu’il puisse monter vers 4% à 5%.

IV. Les conséquences de la dissolution de la zone Euro

La dissolution de la zone Euro et les mouvements de parité relative des monnaies vont entraîner des modifications non négligeables dans la structure des chaînes de valeur concernant des produits fabriqués dans la zone Euro. Dans le cas d’Airbus, le prix de l’avion théorique baisse à la suite de l’éclatement de la zone Euro sous l’effet de la forte variation des parités relatives. Le renchérissement – par rapport au Dollar – du nouveau Deutsche Mark est en effet plus que compensé par la baisse de valeur du Franc, de la Lire et de la Peseta. La baisse du prix (en Dollar) sur le marché mondial va de 4,4% du prix initial à 3,6%. Les hypothèses coopératives H2 et non-coopératives H3 donnent en fait des résultats plus mauvais que l’hypothèse modérément coopérative H1. Cela n’est cependant vrai que pour la première année. Or les parités relatives se déforment dans le temps.

L’évolution dans le temps des parités relatives sous l’effet de l’inflation a des effets très positifs sur le prix total. Ce dernier va baisser d’un peu moins de 10 points de pourcentage au bout de 5 ans.

Si l’on considère l’industrie automobile, on constate que les chaînes de valeur varient énormément suivant les modèles produits et suivant les firmes qui seront concernées. De ce point de vue, il y a des différences notables entre la situation du groupe Renault et de PSA. Certaines productions de sous-ensembles – moteurs et transmission – sont communes à plusieurs modèles et à plusieurs firmes. Même si l’on peut considérer aujourd’hui que les effets de la dissolution de l’Euro seront

favorables à une firme comme PSA, l'évaluation de l'impact global de la dissolution de l'Euro sur cette situation sera importante.

La capacité des banques et des compagnies d'assurance à résister à une dissolution de la zone Euro constitue l'une des principales interrogations soulevées par cette éventualité. La situation des banques a soulevé une certaine inquiétude car ces dernières ont déjà fait l'objet d'un plan d'aide de grande ampleur à la suite de la crise de 2008. Celle des compagnies d'assurance est aussi un sujet de préoccupation. Pour la France, une dissolution de la zone Euro coûterait à l'ensemble du secteur bancaire de 3,5 milliards à 5,5 milliards suivant les scénarii. En ce qui concerne les compagnies d'assurance, elles se sont recentrées sur le marché français et ont cherché à fonder le développement de leurs activités dans les pays potentiellement « à risque » sur une collecte de l'épargne. Les pertes potentielles seront limitées mais pourront exiger une intervention de l'État en soutien aux compagnies d'assurance.

La dissolution de la zone Euro et l'évolution des parités des taux de change qui en découlera sera l'acte fondateur d'un redéploiement tant interne qu'externe de l'économie française. Cet acte devrait entraîner l'arrêt du processus de désindustrialisation de notre pays mais aussi une rupture importante avec de longues années de très faible croissance, de chômage de masse et de détérioration continue de notre système social.

SOMMAIRE

Introduction..... 15

- A. Les origines de la crise..... 16
- B. L'impossibilité d'une politique monétaire unique 18
- C. L'Euro contre l'Europe ? 19
- D. La dissolution de la zone Euro 21

L'explosion de la zone Euro : une simulation 25

I. Le modèle et ses résultats..... 30

- A. L'architecture générale du modèle 31
- B. Les neuf scénarii retenus dans le modèle..... 37
- C. Convergence des taux d'inflation et du taux de change réel 40
- D. L'impact de la dissolution de la zone Euro sur la croissance, le chômage 43
- E. L'impact de la dissolution de la zone Euro sur la dette 52
- F. De la monnaie unique à la monnaie commune..... 54

| | |
|--|----|
| II. Quel avenir pour le système monétaire international après une dissolution de l’Euro? | 57 |
| A. Les conséquences de l’introduction de l’Euro | 57 |
| B. Les mythes et croyances liés à l’Euro..... | 63 |
| C. Le rôle du Système monétaire « européen » dans le Système monétaire international et la possibilité de la monnaie commune | 67 |
| | |
| III. Les conséquences de la dissolution de la zone Euro | 70 |
| A. La recomposition de l’industrie européenne après une dissolution de la zone Euro..... | 70 |
| B. La stabilité des banques et assurances | 75 |
| C. Les enjeux politiques de l’après-Euro | 77 |
| D. Le redéploiement de l’économie française | 80 |
| | |
| Conclusion | 83 |

INTRODUCTION

La crise de l'Euro pèse sur l'économie de l'ensemble de la zone. Elle a induit des politiques d'austérité qui l'ont plongée dans une profonde récession, sans aucune garantie qu'elles ne résolvent la crise. Dans les faits, les problèmes structurels de la zone Euro ont continué à s'aggraver. De nombreux économistes, dans plusieurs pays, ont analysé les effets négatifs de la monnaie unique depuis maintenant deux ans : des personnalités du monde universitaire ou du monde des affaires – comme les signataires de l'*European Solidarity Manifesto*², des économistes travaillant pour des fondations en Europe – par exemple la *Rosa Luxemburg Stiftung*³, des hommes politiques⁴, ou des économistes non européens de stature internationale dont plusieurs Prix Nobel⁵. Nombreuses sont les voix autorisées qui appellent à dissoudre la monnaie unique.

L'ampleur de la récession qui frappe de nombreux pays annonce un retour de la crise. La solvabilité des États n'est plus garantie. L'effondrement des ressources fiscales dans de nombreux pays constitue un accélérateur de la crise. Cette situation témoigne bien de la présence de défauts structurels dans la conception et dans la mise en œuvre de la monnaie unique⁶. Ces derniers, trop longtemps niés ou minimisés⁷, sont aujourd'hui en passe d'être reconnus. La zone Euro a souffert

2. A. Bagnai Professeur d'économie, C. Borghi Aquilini professeur de finance, B. Granville professeur d'économie, H-O. Henkel professeur de gestion à l'international, S. Kawalec ancien vice-Ministre des finances de la Pologne, J. Nordwig responsable des études à Nomura, E. Pytlarczyk économiste en chef de la BRE Bank (Pologne), J-J. Rosa professeur d'économie, J. Sapir Directeur d'études à l'EHESS, J-F. Martin Seco ancien Contrôleur Général de l'Administration (Espagne), A. Steiherr professeur d'économie, recteur d'université et ancien chercheur au FMI, J-P. Vesperini, professeur de droit et d'économie.

3. C. Lapavistas, professeur à la SOAS de Londres et H. Flassbeck ancien responsable des études économiques de la CNUCED.

4. Dont le plus récent exemple est Oskar Lafontaine, ancien Président du SPD et fondateur du parti *Die Linke* en Allemagne.

5. P. Krugman, J. Stiglitz et A. Sen, entre autres.

6. Sapir J., *Faut-il Sortir de l'Euro?* Le Seuil, Paris, 2012.

7. Des travaux comme ceux collationnés dans Biböw J. et A. Terzi (édits.), *Euroland and the World Economy – Global Player or Global Drag?*, Palgrave MacMillan, Londres, 2007.

de plusieurs maux : l'absence de flux financiers massifs pour égaliser les structures économiques des pays membres ; une Banque Centrale indépendante calée sur une politique inopérante⁸ ; et une politique de déflation salariale initiée par l'Allemagne, s'apparentant à une politique de « passager clandestin » – aussi qualifiée « d'opportuniste » ou de « non-coopérative » – qui a exacerbé les tendances pré-existantes aux évolutions inégales des salaires et de la productivité.

Dans cette situation, il est important de considérer ce que pourraient être les conséquences réelles d'une dissolution de la zone Euro et de se demander si elles seraient aussi catastrophiques qu'annoncées.

A. Les origines de la crise

Même si des solutions partielles et provisoires, comme les OMT⁹, peuvent être trouvées face à la crise immédiate de liquidité, elles ne règlent en rien les problèmes structurels de la crise de compétitivité ni à l'intérieur ni à l'extérieur de la zone Euro. Ces problèmes semblent aujourd'hui insurmontables¹⁰. L'option d'un fédéralisme européen¹¹, outre les problèmes politiques qu'elle introduit, se heurte à l'ampleur des flux de transferts que l'Allemagne devrait consentir au bénéfice des pays de l'Europe du Sud¹². L'Allemagne supporterait en effet 90% du financement de la somme de ces transferts nets, soit entre 220 et 232 milliards d'euros par an (ce qui équivaut à 2200 à 2320 milliards sur dix ans), entre 8% et 9% de son PIB. D'autres

8. Biböw J., « The Euro and Its Guardian of Stability » in Rochone L-P et S. Yinka Olawoye (eds), *Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post-Keynesian Theory*, Edward Elgar, Cheltenham et Northampton, 2012, pp. 190-226.

9. Les OMT sont les opérations monétaires sur titres. Il s'agit d'un programme de la Banque centrale européenne au titre duquel la Banque centrale achète directement - sous certaines conditions - des obligations émises par des États-membres de l'Eurozone sur les marchés secondaires de la dette souveraine.

10. Sapir J., « Zone Euro : sous les discours lénifiants la crise continue de se développer (III) », billet publié sur le carnet *Russeurope* le 22/10/2012, URL : <http://russeurope.hypotheses.org/363>

11. Artus J., *Trois possibilités seulement pour la zone euro*, NATIXIS, *Flash-Économie*, n°729, 25 octobre 2012.

12. Sapir J., « Le coût du fédéralisme dans la zone Euro », billet publié sur le carnet *Russeurope* le 10/11/2012, URL : <http://russeurope.hypotheses.org/453>

estimations donnent des niveaux encore plus élevés, atteignant 12,7% du PIB¹³. Il convient donc d'en tirer toutes les conséquences : le fédéralisme n'apparaît pas comme une option réaliste pour les pays de l'Europe du Nord et en premier lieu pour l'Allemagne. Il est sans objet de la présenter comme une possible solution¹⁴. Il ne reste donc que deux possibilités : soit l'appauvrissement rapide des pays du « sud » de la zone Euro, avec les conséquences politiques extrêmement négatives que l'on devine et qui pourraient bien aboutir à une remise en cause de l'Union Européenne elle-même ; soit la dissolution de la zone Euro pour permettre les réajustements nécessaires sans recourir à des transferts massifs.

En l'absence de solution, la récurrence des problèmes condamne les pays à repasser sans arrêt par l'endettement et mène donc inexorablement à la crise de solvabilité. Les gouvernements de la zone Euro sont ainsi condamnés à s'épuiser dans des plans de sauvetage à répétition, à l'effet toujours plus limité, et contribuant en réalité à masquer les problèmes structurels. Ces plans, engloutissant chaque fois plus d'argent public, s'accompagnent de programmes d'austérité de plus en plus brutaux, qui enfonce la zone Euro dans la récession sans résoudre aucun de ses problèmes. De nombreux économistes, dont plusieurs Prix Nobel (J. Stiglitz, P. Krugman, D. Rodrik), ont mis en garde les gouvernements sur les conséquences d'un entêtement dans cette voie.

Dans la mesure où elle pourrait être l'origine à court terme de l'explosion de la zone Euro, la crise de liquidité a largement monopolisé l'attention. Elle n'est pourtant que la *conséquence* d'une crise structurelle bien plus grave : la crise de compétitivité. Une récente étude du *Levy Economic Institute* insiste sur le caractère central de cette crise, mais aussi sur ses conséquences et sur le fait que c'est elle qui a provoqué la crise de la zone Euro¹⁵.

La crise de compétitivité est à la fois interne et externe à la zone Euro. Elle révèle qu'au taux de change de l'Euro – à la fois en interne où il est de un pour un

13. Artus P., « La solidarité avec les autres pays de la zone euro est-elle incompatible avec la stratégie fondamentale de l'Allemagne : rester compétitive au niveau mondial ? La réponse est oui », NATIXIS, *Flash-Économie*, n°508, 17 juillet 2012.

14. Comme le fait Michel Aglietta, *Zone Euro : éclatement ou fédération*, Michalon, Paris, 2012

15. Bibow, J., *Germany and the Eurozone Crisis: The Making of a Vulnerable Haven*, Working paper n° 767, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, juin 2013.

entre tous les pays, et en externe où il s'exprime dans le taux Euro/Dollar ou dans le taux Euro/Yen –, les importations augmentent bien plus rapidement que les exportations, sauf en Allemagne. Cette crise de compétitivité s'exprime à son tour dans une crise de solvabilité que connaissent de nombreux pays de la zone Euro dont la balance commerciale est largement déficitaire. La politique non-coopérative de l'Allemagne a aggravé la situation. Ce type de politique correspond exactement à ce que la littérature économique savante décrit comme des politiques « d'exploitation du voisin » dite « *beggar-thy-neighbour* »¹⁶. Le fait qu'elle ait pu être mise en place dans le cadre de l'Euro démontre que la monnaie unique n'est nullement une protection contre ce type de politique.

Ce déficit de la balance commerciale a été couvert pendant une première période par des flux d'épargne venant d'autres pays de la zone Euro, ce qui masquait l'importance du problème. Néanmoins, depuis plusieurs années, ces flux ont cessé et plusieurs pays de la zone Euro ont été confrontés à la réalité de leur perte de compétitivité. La crise de compétitivité s'est alors transformée en une crise de solvabilité, qui s'est immédiatement répercutée sur les conditions auxquelles les pays concernés pouvaient se financer sur les marchés financiers.

B. L'impossibilité d'une politique monétaire unique

L'introduction de l'Euro impliquait aussi une politique monétaire unique pour les pays de la zone. Or, tant les conjonctures économiques que les déterminants structurels de l'inflation – les problèmes de répartition des revenus, mais aussi la présence de chaînes logistiques plus ou moins sensibles à des hausses de prix susceptibles de se reporter – entraînent des taux d'inflation structurelle différents selon les pays. Cette situation résulte de la présence de rigidités importantes dans l'économie, qui invalident la thèse d'une « neutralité » de la monnaie¹⁷.

16. Ou « d'exploitation du voisin ». Voir : Bibow J., *The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma*, Working Paper No. 721, Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, NY, 2012.

17. B.C. Greenwald et J.E. Stiglitz, "Toward a Theory of Rigidities" in *American Economic Review*, vol. 79, n°2, 1989, *Papers and Proceedings*, pp. 364-369. L. Ball et D. Romer, "Real Rigidities and the Nonneutrality of Money" in *Review of Economic Studies*, 1990, vol. 57, n°1, pp. 183-203.

Cependant, dans le cadre d'une monnaie unique, les divergences d'inflation ne peuvent être trop importantes en raison des problèmes de compétitivité interne à la zone. Un certain nombre de pays ont alors dû avoir une inflation inférieure à leur niveau structurel. Cela les a, par suite, conduits à avoir un taux de croissance inférieur à leur taux de croissance optimal et explique pourquoi certains pays comme l'Italie ou le Portugal ont connu une croissance très faible. De fait, ces pays ont perdu sur les deux tableaux : en compétitivité et en niveau de croissance. D'autres, comme la France, n'ont pu maintenir leur taux de croissance à un niveau acceptable que par l'artifice d'un déficit budgétaire important et d'une croissance de la consommation des ménages financée par l'endettement.

La divergence massive du coût salarial réel s'explique d'une part par la politique de l'Allemagne, et d'autre part par les différences tant dans les structures économiques que dans la dotation en facteur. Elle s'est donc traduite par une désindustrialisation massive des pays de l'Europe du Sud, dont la France. Ici encore, on constate l'effet de la divergence des structures productives entre pays, nié par le mécanisme même de la monnaie unique. Concrètement, parce qu'elle met dans la même situation des pays aux économies très différentes, la monnaie unique étrangle les plus faibles au bénéfice des plus forts. C'est ce qui explique que l'excédent commercial allemand réalisé au détriment de la France était en 2010 supérieur de 50% à l'excédent sur les Etats-Unis : 27 milliards d'Euros contre 18 milliards.

C. L'Euro contre l'Europe ?

L'Euro, loin d'être la source de croissance que l'on avait espérée, a été un fardeau supplémentaire sur les épaules des pays qui l'ont adopté. On se souvient que lors de sa création Jacques Delors ou Romano Prodi avaient déclaré que son existence apporterait *mécaniquement* 1% de croissance supplémentaire aux pays qui l'adopteraient. La réalité fut en fait bien différente.

Les trois principales économies de la zone, soit l'Allemagne, la France et l'Italie ont eu des taux de croissance comparables dans la période antérieure à la mise en place de l'Euro (1986-1999). En revanche, depuis son introduction (2000-2007), non seulement les taux ont baissé pour ces trois pays mais l'écart s'est même amplifié, que ce soit par comparaison avec des pays de l'UE non-membres de la

zone Euro (le Royaume-Uni et la Suède), ou par rapport au Canada. L'écart est resté le même avec les États-Unis, qui ont souffert du choc des attentats du 11 septembre 2001 et de l'effet dépressif de la guerre d'Irak.

Tableau 1 : Taux de croissance des pays de la zone Euro comparés avec les pays extérieurs à la zone (%)

| Pays | 1986/2012 | 1986/1999 | 2000/2007 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| Canada | 2,48 | 2,75 | 2,84 |
| France | 1,81 | 2,30 | 2,06 |
| Allemagne | 1,86 | 2,36 | 1,67 |
| Italie | 1,24 | 2,00 | 1,56 |
| Japon | 1,70 | 2,44 | 1,52 |
| Grande-Bretagne | 2,45 | 3,07 | 3,16 |
| États-Unis | 2,59 | 3,30 | 2,59 |
| Suède | 2,31 | 2,21 | 3,23 |

Source : FMI, Outlook Database, Avril 2013

De plus, on a vu apparaître deux modèles assez distincts : celui des pays où l'endettement des ménages et des entreprises est fort mais celui de l'État réduit ; et celui des pays, encore peu touchés par le tournant néo-libéral, où l'endettement public est élevé mais l'endettement des ménages et des entreprises pour l'instant bien plus faible. Il y a bien eu un « modèle » américain qui s'est étendu à la zone Euro, en dépit des affirmations selon lesquelles cette dernière avait « préservé » son modèle social en particulier en Irlande, au Portugal et en Espagne. Non seulement l'Euro a affaibli la croissance en Europe mais il ne l'a pas protégée des influences extérieures.

La crise de la dette découle donc de la crise de compétitivité, et non l'inverse. Sans l'accroissement de la dette, dette des ménages ou dette publique, la zone Euro – qui a déjà eu le taux de croissance le plus faible de l'OCDE de 2000 à 2007 – aurait connu une stagnation dramatique dans cette période. Le dénouement de ce recours à l'endettement a bien évidemment de graves conséquences sur le système bancaire.

La crise des banques espagnoles est directement le produit de l'endettement des ménages qui a maintenu artificiellement une croissance forte en Espagne.

Le mouvement accéléré vers le fédéralisme présenté par certains comme une solution à cette crise constitue en fait une fausse issue. Le fédéralisme proposé par les autorités allemandes et par Bruxelles cache mal la volonté disciplinaire du pays, l'Allemagne, qui actuellement le promeut. Il ne peut qu'aggraver la situation. De plus, il est condamné à être « furtif » dans la mesure où il est clair que s'il était soumis à un vote populaire il serait rejeté dans de nombreux pays.

Par ailleurs, une Europe réellement fédérale ne réglerait en rien les problèmes structurels, et ne ferait que pérenniser une situation d'inégalité de fait entre l'Europe du Sud et l'Europe du Nord. Politiquement, elle s'accompagnerait d'abandons de souveraineté asymétriques dont on peut penser qu'ils sont inacceptables dans le contexte historique de vieux États, et qui ne seraient pas acceptés par les populations. Un grand historien, Eric Hobsbawm, remarquait en 2011, peu avant sa mort, que les bases du fédéralisme européen n'étaient pas réunies. Anthony Beevor, un autre historien célèbre, met en garde contre la montée d'une dictature technocratique qui, bientôt, tournerait à la tyrannie¹⁸. Ces éléments devraient nous inciter à prendre garde aux conséquences d'une obstination dans le maintien de l'Euro monnaie unique. Tirons-en logiquement les conséquences : plutôt que de laisser la zone Euro se déliter et sombrer dans le chaos, il convient désormais de la dissoudre.

D. La dissolution de la zone Euro

Chercher à faire survivre une zone Euro au périmètre réduit, dont les pays d'Europe du Sud auraient été exclus, ne réglerait aucun des problèmes structurels et aurait des effets plus graves en nous accrochant à l'Allemagne. Imagine-t-on l'état de l'économie française avec une monnaie à 1,80 Dollars, ce qui serait le taux de change probable d'une zone Euro réduite ? La solution qui est désormais envisagée par un nombre de plus en plus important d'économistes est la

18. C. Hickey, « Euro Breakup Precedent Seen When 15 State-Ruble Zone Fell Apart », *Bloomberg*, 7 juin 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-07/euro-breakup-precedent-seen-when-15-state-ruble-zone-fell-apart.html>

dissolution de la zone Euro et des dévaluations pour les pays dont la balance commerciale est largement déficitaire. Toutefois, pour réaliser la dissolution, il faudrait que les pays de la zone Euro, prenant acte du mouvement de divergence explosif entre les structures des économies depuis près de dix ans, s'accordent pour suspendre le fonctionnement de la monnaie unique et pour décider d'un retour aux monnaies nationales. La dévaluation est en réalité la méthode la plus simple, la plus rapide et la moins douloureuse de faire baisser le coût du travail sur le territoire français.

Une décision concertée de suspension du mécanisme de l'Euro monnaie unique est certainement la meilleure solution. Elle permet de répondre aux interrogations quant à l'avenir de l'Union Européenne que suscitent les scénarii de délitement de la zone Euro et qui font craindre le retour aux égoïsmes nationaux. Elle aurait l'avantage de présenter cette décision comme une décision européenne et non comme un retour à des politiques nationalistes. La solution d'une suspension concertée de la monnaie unique aurait en effet de nombreux avantages.

(a) Elle éviterait un démantèlement progressif et désordonné de la zone qui devient une réelle possibilité si on tarde trop à procéder à cette dissolution. Cette perspective est en effet probable si rien n'est fait. Elle confronterait les pays européens à des sorties individuelles (Grèce, Portugal, Espagne puis Italie et enfin France) qui plongeraient rapidement l'Europe dans le chaos en raison de leur nature non coordonnée. Certaines de ces sorties de la zone Euro s'accompagneraient d'un défaut unilatéral sur la dette pour ces pays et de mesures restrictives portant atteinte à la libre circulation des hommes et des biens.

(b) Une décision coordonnée permettrait de définir des niveaux de dévaluation et de réévaluation raisonnables, et de se doter des mécanismes régulateurs (modification du mandat de la BCE, utilisation des fonds prévus pour le MES afin de stabiliser les pays les plus exposés, contrôles concertés des capitaux pour éviter des mouvements spéculatifs) susceptibles de contrôler les mouvements de ces nouvelles parités.

(c) Il est essentiel que l'Euro soit totalement dissous pour que toutes les dettes, jusqu'ici libellées en Euro, soient automatiquement re-dénominées dans la monnaie du pays d'émission conformément aux règles de droit international. Ce point est essentiel pour une majorité de pays. Cela vaut pour la dette souveraine mais aussi pour la dette « *corporate* ».

C'est donc pour évaluer ce que pourraient être les conséquences et enjeux de la dissolution de l'Euro que le modèle ici présenté a été conçu. Il doit permettre d'estimer les différentes trajectoires possibles les années suivant une telle dissolution.

Celle-ci, il faut le rappeler, devra être totale pour des raisons de droit international afin que toutes les dettes, tant publiques que privées, soient instantanément re-dénominées en monnaies nationales. Un consensus doit donc être trouvé entre pays de la zone Euro, lors d'un sommet européen par exemple, pour procéder à la « suspension » ou à la « dissolution » de la zone. Il convient de présenter cette mesure comme une décision rendue nécessaire du fait des divergences de politiques économiques et de situations que l'on a connues en Europe depuis 2002.

L'EXPLOSION DE LA ZONE EURO : UNE SIMULATION

Le point de départ de la simulation à laquelle nous allons nous livrer est le suivant : on suppose que les tensions au sein de la zone Euro vont atteindre un niveau si élevé que les pays concernés seront confrontés au choix suivant : soit affronter une dépression de grande ampleur sur une période de plusieurs années, dépression dont rien ne dit par ailleurs qu'ils pourront en sortir, soit dissoudre la zone Euro. Nous faisons alors l'hypothèse que, d'un commun accord ou de manière dispersée, ils prendront la décision de renoncer à la monnaie unique. Cette décision devra être prise et appliquée très rapidement, dans un délai de un à deux jours. Il est clair que cette décision aura des conséquences importantes quant au fonctionnement de l'Union Européenne, même s'il est très exagéré de prétendre que sans l'Euro il n'y aura plus d'UE. De fait, un certain nombre de pays sont membres de l'UE mais pas de l'Euro. L'Union Européenne devrait donc survivre à cette décision, mais elle sera certainement obligée de se réformer en profondeur. Il faut ici ajouter que les mécanismes des mouvements de capitaux, et en particulier l'inversion brutale de ces mouvements, que l'on constate depuis 2011 à travers le compte TARGET2 indiquent que les principales institutions financières européennes se sont préparées à cette dissolution¹⁹.

Il convient alors de considérer les conditions dans lesquelles cela pourrait se passer. La dissolution de l'Euro sera, à court terme, une décision qui peut paniquer les marchés financiers. C'est pourquoi, afin d'éviter un moment de spéculation débridée il est clair que les pays de l'ex-zone Euro devraient adopter, ne serait-ce

19. Cecchetti, S., R.N. McCauley, et P.M. McGuire, "Interpreting TARGET2 Balances." BIS Working Paper No. 393, décembre 2012 ; Whelan, K. "TARGET2 and Central Bank Balance Sheets." UCD Center for Economic Research, Working Paper 12/29, novembre 2012 (texte révisé en mars 2013)

que de manière transitoire, des mesures drastiques de contrôle des capitaux afin de pouvoir « piloter » la dépréciation ou l’appréciation de leur devise. De telles mesures, si elles sont contraires au Traité de Lisbonne, ont néanmoins été appliquées à Chypre. Rien ne s’oppose donc à ce qu’elles soient généralisées pour une période de transition. Ces mesures garantiraient que la dissolution de la zone Euro se fasse avec le moins d’influence possible des marchés financiers.

Supposons aussi que des mécanismes résiduels de coordination se maintiennent – au niveau des Ministères des Finances et des Banques Centrales – et que chaque pays peut collaborer avec ses voisins pour éviter une explosion dite désordonnée de la monnaie unique. Cela implique que les taux de change effectifs correspondent à des taux de change « cibles » qui permettent aux pays de l’Europe du Sud de rééquilibrer le plus rapidement possible leur balance commerciale. Nous prenons aussi en considération les différences de compétitivité au sein même de l’Europe du Sud. Ces deux postulats correspondent à ce que nous appelons une dissolution « contrôlée » de la zone Euro (hypothèse H1). Nous ne nous limitons pas à l’étude de ce cas de figure et étudions aussi la possibilité d’une scission de la zone Euro en deux (hypothèse H2 connue sous le nom des « deux Euros » ou combinaison Euro du sud/Euro du nord), tout comme nous envisageons la possibilité d’une dissolution « non contrôlée » de la zone Euro (hypothèse H3). Dans le cas d’une scission de la zone Euro en deux, nous estimons que la France serait le pays pivot de la zone « Euro du Sud ».

Tableau 2 : Composition des zones dans le cadre de l’hypothèse H2 (séparation de la zone Euro en deux)

| Zone « Euro-du-Sud » | Zone « Euro-du-Nord » |
|----------------------|-----------------------|
| France | Allemagne |
| Belgique | Pays-Bas |
| Italie | Finlande |
| Irlande | Autriche |
| Espagne | Luxembourg |
| Portugal | |

Source : Données du modèle

Les hypothèses de constitution de chaque zone correspondent aux logiques économiques de chaque pays. Mais, il n'est nullement certain que la logique économique soit le principe directeur de ces zones. Aussi, la composition de chaque zone doit être comprise comme hypothétique.

Dans chaque zone, les pays auraient un taux de change unique que nous estimons à 1 Euro (du Nord) pour 1,4950 Dollar pour la zone « Nord » et 1 Euro (du Sud) pour 1,0400 Dollar pour la zone « Sud ». Ces taux correspondent tant au mouvement de réévaluation nécessaire pour le Deutsche Mark (que serait l'Euro du Nord) qu'à la dévaluation, elle aussi nécessaire, pour les monnaies des pays d'Europe du Sud. Cela implique que le taux de change entre les deux Euros est de 1,4375 « Euro du Sud » pour 1 « Euro du Nord ». La Grèce ne ferait partie ni de l'une ni de l'autre de ces zones en raison de l'ampleur de ses problèmes et dévaluerait très fortement (1 Drachme pour 0,650 Dollar) tandis que Chypre s'accrocherait monétairement à la Grèce. Les autres pays (Slovénie, Malte, Slovaquie et Estonie) auraient intérêt à rejoindre la zone dite « Euro du Sud », mais compte tenu du poids relatif des PIB de ces pays, ils n'ont pas été représentés dans le modèle utilisé.

Dans le cas d'une explosion dite « non contrôlée », où les marchés financiers ne seraient pas limités, il faudrait s'attendre, en particulier pour l'Allemagne, mais aussi pour la France et les pays du « Sud » de l'Europe, à des fluctuations bien plus brutales des taux de change. On pourrait alors assister à une forte réévaluation du « Deutsche Mark » mais aussi à une dévaluation importante du « Franc » et peut-être surtout des monnaies italienne et espagnole. La dispersion des taux de change à l'intérieur de l'ancienne zone Euro pourrait ainsi être bien plus grande que dans le scénario d'une « explosion contrôlée ». Une telle situation aurait des conséquences particulièrement négatives sur l'économie allemande.

Tableaux 3 : Parités dans les trois hypothèses

Parités dans l'hypothèse H1 (dissolution « contrôlée » de la zone Euro)

(Les taux de change ici présentés correspondent tant à la nécessité pour les pays d'Europe du Sud d'équilibrer leur balance commerciale qu'à la nécessité pour les pays d'Europe du Nord de lutter contre l'inflation afin d'éviter une perte catastrophique de compétitivité).

| Pays | Taux de change par rapport au Dollar | Taux de change par rapport au Deutsche Mark |
|-----------|--------------------------------------|---|
| France | 1,04 | 0,696 |
| Belgique | 1,30 | 0,870 |
| Allemagne | 1,50 | 1,000 |
| Italie | 0,98 | 0,652 |
| Pays-Bas | 1,50 | 1,000 |
| Irlande | 1,30 | 0,870 |
| Finlande | 1,50 | 1,000 |
| Autriche | 1,50 | 1,000 |
| Espagne | 0,91 | 0,609 |
| Grèce | 0,65 | 0,435 |
| Portugal | 0,78 | 0,522 |

Source : Données du modèle

Parités dans l'hypothèse H2 (séparation de la zone Euro en deux)

(L'hypothèse ici adoptée est que l'écart de taux de change initial entre les deux zones sera de 43,7% ce qui est une valeur moyenne pour assurer la compétitivité des pays de l'Euro du Sud)

| Pays | Taux de change par rapport au Dollar | Taux de change par rapport au Deutsche Mark |
|-----------|--------------------------------------|---|
| France | 1,04 | 0,696 |
| Belgique | 1,04 | 0,696 |
| Allemagne | 1,50 | 1,000 |
| Italie | 1,04 | 0,696 |
| Pays-Bas | 1,50 | 1,000 |
| Irlande | 1,04 | 0,696 |
| Finlande | 1,50 | 1,000 |
| Autriche | 1,50 | 1,000 |
| Espagne | 1,04 | 0,696 |
| Grèce | 0,65 | 0,435 |
| Portugal | 1,04 | 0,696 |

Source : Données du modèle

Parités dans l'hypothèse H3 (dissolution « non contrôlée » de la zone Euro)

(Les taux de change sont ici représentatifs de mouvements nettement moins contrôlés que dans l'hypothèse H1 et avec une influence plus importante de la spéculation financière traduisant la dimension « non coopérative » de l'hypothèse H3 par rapport à l'hypothèse H1)

| Pays | Taux de change par rapport au Dollar | Taux de change par rapport au Deutsche Mark |
|-----------|--------------------------------------|---|
| France | 0,98 | 0,575 |
| Belgique | 1,43 | 0,843 |
| Allemagne | 1,70 | 1,000 |
| Italie | 0,85 | 0,498 |
| Pays-Bas | 1,43 | 0,843 |
| Irlande | 1,30 | 0,766 |
| Finlande | 1,56 | 0,920 |
| Autriche | 1,56 | 0,920 |
| Espagne | 0,78 | 0,460 |
| Grèce | 0,52 | 0,307 |
| Portugal | 0,65 | 0,383 |

Source : Données du modèle

C'est la raison pour laquelle le scénario d'une explosion non contrôlée de la zone Euro nous apparaît comme peu probable, même si nous la retenons aux fins de comparaison.

Pour chacun des trois scénarii ainsi retenus, nous testerons trois options de politique économique : l'option a sera qualifiée de « pro-consommation » ; l'option b de « pro-investissement » ; et l'option c de « pro-réduction des déficits ». Nous obtenons donc un ensemble de neuf trajectoires qui seront ensuite comparées sous leurs différents aspects.

I. LE MODÈLE ET SES RÉSULTATS

Arrêtons-nous dans un premier temps sur l'architecture du modèle que nous utilisons pour faire cette comparaison et la méthode par laquelle nous parvenons à produire des résultats pertinents. Nous détaillerons d'abord trois hypothèses majeures, dites « de situation », qui représentent les conditions de la dissolution de la zone Euro.

Il y a celle de la dissolution dite « contrôlée » de la zone Euro où les parités sont relativement maîtrisées (hypothèse H1). Puis, il y a celle de la scission de la zone Euro en deux blocs, avec un « Euro du nord » et un « Euro du sud » (hypothèse H2). Enfin, il y a celle de l'explosion dite « non contrôlée », caractérisée par des mouvements bien plus importants des taux de change (hypothèse H3). Ces trois hypothèses constituent la base du modèle. La simulation et la comparaison des résultats doivent nous éclairer sur celles qui sont possibles et celles qui sont souhaitables. Puis, nous étudierons l'impact de trois options de politique économique qui pourraient être adoptées par le gouvernement français et dont nous comparerons également les résultats au sein de chaque hypothèse. Dans l'ignorance des conditions politiques qui pourraient prévaloir dans les autres pays de la zone Euro, nous n'avons pas étendu ces trois hypothèses « comportementales » aux autres pays de la zone euro. Nous disposerons donc de neuf scénarii (trois fois trois). En outre, nous discuterons de la possibilité de faire évoluer l'architecture actuelle d'une « monnaie unique » vers une situation où chaque pays aurait retrouvé sa souveraineté monétaire mais dans le cadre d'une « monnaie commune ».

Matrice de constitution du modèle

| Hypothèse de situation \ Option de politique économique | H1 Dissolution « contrôlée » de la zone Euro | H2 Séparation de la zone Euro en deux zones avec un Euro du nord et un Euro du sud | H3 Dissolution « non contrôlée » de la zone Euro |
|---|---|---|---|
| (a) pro-consommation | H1a | H2a | H3a |
| (b) pro-investissement | H1b | H2b | H3b |
| (c) pro-réduction des déficits | H1c | H2c | H3c |

A. L'architecture générale du modèle

Entre un modèle construit sur des hypothèses microéconomiques fortes couplées à des hypothèses comportementales (un modèle de structure *Dynamic Stochastic General Equilibrium* ou DSGE²⁰) et un modèle de simulation basé sur quelques relations clés mais supposant que la structure générale de l'économie sera peu affectée dans le temps du modèle, notre choix s'est porté sur la deuxième solution pour plusieurs raisons.

20. Ces modèles sont en général du type DSGE, Kydland, F.E.; Prescott, E.C., "Time to build and aggregate fluctuations", *Econometrica: Journal of the Econometric Society* Vol. 50, 1982 (N°6), pp: 1345–1370; Michael Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press, 2003

D'une part, nous nous appuyons sur des raisons négatives prenant en compte les critiques que l'on peut porter aux modèles de type DSGE, et qui découlent pour partie de l'adoption de la « clause de transversalité ²¹ » :

- a. Ces modèles représentent des agents de manière simplifiée, ils en ignorent une partie – en particulier les banques²² – et occultent plus généralement la présence d'institutions dans l'économie et dans la société. Les hypothèses, comme celle d'une impossibilité pour les agents de faire défaut²³, sont globalement irréalistes.
- b. Les déterminants des comportements – les préférences individuelles – sont eux aussi largement irréalistes²⁴, ce qui a été démontré par toute une série de travaux depuis maintenant près de trente ans²⁵.
- c. Ces modèles ne sont pas réellement capables de simuler des trajectoires de court ou de moyen terme, et considèrent, en réalité, que le court terme est équivalent au long terme²⁶.

D'autre part, des raisons plus positives poussent à l'utilisation d'un modèle simplifié basé non pas sur une « reconstruction » générale de l'économie mais sur une simulation des comportements à partir de données connues :

21. T. Kamihigashi, « Transversality conditions and Dynamic economic Behaviour », in S. Durlauf et L. Blume (édits.), *The New Palgrave Dictionary of Economics 8 volume*, 2^{ème} édition, Macmillan, 2008, Londres..

22. Goodhart, C.A.E., « The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face facts », paper presented to the 12 th Conference of the Research Network *macroeconomics and Macroeconomic Policy*, Berlin, Germany, October 31 st – November 1 st, 2008.

23. Voir : O. Blanchard et S. Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press Books, The MIT Press, Cambridge, Mass., 1^{ère} édition, Avril 1989.

24. Système de préférences et d'anticipations venant de R. Lucas qui avait critiqué les modèles précédents en raison de ce qu'il appelait leur « irréalisme », Robert E. Lucas, Jr. (1976), « Econometric policy evaluation : a critique. » *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, pp. 19–46.

25. Voir les travaux d'Amos Tversky et Daniel Kahneman cités dans Sapir J., *Quelle économie pour le XXIe siècle*, Odile Jacob, Paris, 2005, chapitre 1.

26. W.A. Brock. « Money and growth: the case of long run perfect foresight ». *International Economic Review*, vol. 15, 1974, pp.: 750–777.

- a. Ces modèles simulent le cadre institutionnel existant dans ses grands principes avec une grande économie de moyens.
- b. Ces modèles permettent de faire une comparaison directe avec la réalité présente sur laquelle ils sont construits, alors que les modèles de type DSGE aboutissent le plus souvent à des résultats contra-factuels quand ils sont utilisés en rétropolation (ou comparaison avec les trajectoires factuelles).

La base du modèle consiste d'abord à rendre compte de l'effet d'une possible dévaluation sur les importations et les exportations. Pour cela, on utilise les élasticités prix telles qu'elles ont été définies et calculées par l'équipe de NATIXIS²⁷. Il faut cependant rappeler qu'en réalité la valeur de ces élasticités n'est pas constante et qu'elles varient avec le niveau de dévaluation. Ainsi une faible dévaluation ne faisant que légèrement bouger le prix d'un produit exporté à la baisse ne déclenchera pas le même mouvement d'achat que proportionnellement une dévaluation bien plus forte, qui incitera les acheteurs potentiels à réviser leurs règles heuristiques concernant les préférences pour ce type de produit. Or, les niveaux de dévaluation que l'on envisage par rapport à l'Allemagne ou aux Etats-Unis sont importants.

Tableau 4 : Niveau des élasticités prix à l'import et l'export

| Pays | Élasticités aux exportations | Élasticités aux importations |
|-----------|------------------------------|------------------------------|
| France | -0,79 | 0,33 |
| Belgique | -0,42 | 0,14 |
| Allemagne | -0,47 | 0,06 |
| Italie | -0,28 | 0,21 |
| Pays-Bas | -0,29 | 0,57 |
| Irlande | -0,96 | 0,02 |
| Finlande | -0,64 | 0,05 |
| Autriche | -0,54 | 0,20 |
| Espagne | -0,75 | 0,05 |
| Grèce | -0,19 | 0,64 |
| Portugal | -0,55 | 0,30 |

Source: « Quels pays de la zone euro profiteraient d'une dépréciation de l'euro? », NATIXIS (red. P. Artus) *Flash-Économie*, n°148, 13 février 2013

27. Voir « Quels pays de la zone euro profiteraient d'une dépréciation de l'euro? », NATIXIS (red. P. Artus) *Flash-Économie*, n°148, 13 février 2013.

À partir de la structure du commerce extérieur, du montant des importations et des exportations dans le PIB et des élasticités, on recalcule pour un taux de dévaluation – ou de réévaluation – donné, la variation de la balance commerciale et son apport au PIB en tenant compte de l'existence de l'ex-zone Euro, d'une zone Dollar et d'une zone intermédiaire. Ce calcul est aussi effectué pour les autres pays de la zone Euro. Considérant le niveau de fluctuation de la valeur du taux de change mais aussi l'orientation de leur commerce extérieur, ce calcul nous donne également le niveau d'inflation importée induit par la dévaluation – ou de baisse des prix dans le cas d'une réévaluation –, niveau qui vient s'ajouter à l'inflation résiduelle que connaissent ces pays. Cette inflation issue de la dévaluation est cependant répartie sur deux ans, de même que le choc d'entraînement sur le PIB issu de la dévaluation. Notons ici que nous avons fait des estimations conservatrices sur l'inflation en prenant en compte un effet direct, à 100% de la variation des taux de change sur l'inflation importée, et non l'effet atténué que donne l'utilisation des élasticités imports/exports.

La décision de procéder à une répartition de l'inflation post-dévaluation sur deux ans a été prise en considérant :

- (i)** Que l'effet de la dévaluation ne se ferait pas sentir immédiatement et totalement sur les économies et qu'il était important de donner une progressivité au modèle. De ce point de vue, les expériences des dévaluations de ces vingt dernières années vont d'une réaction dans un délai très court (cas de la Russie) à près de deux ans (cas de l'Argentine).
- (ii)** Que l'effet d'inflation serait lui aussi étalé dans le temps sur une durée pouvant aller de 18 à 24 mois.

Tableau 5 : Bases de calcul pour le commerce extérieur de la France
Valeurs en millions d'euros

| Partenaire | Export | Import |
|------------------|---------|---------|
| Total | 538 000 | 594 000 |
| France | 0 | 0 |
| Belgique | 51 000 | 66 500 |
| Allemagne | 93 000 | 111 000 |
| Italie | 41 000 | 48 000 |
| Pays-Bas | 22 000 | 37 000 |
| Irlande | 5 000 | 7 500 |
| Finlande | 2 200 | 2 400 |
| Autriche | 5 400 | 4 900 |
| Espagne | 38 000 | 45 000 |
| Grèce | 3 200 | 2 000 |
| Portugal | 5 000 | 7 100 |
| Reste Zone Euro | 3 000 | 3 000 |
| Zone Euro | 268 800 | 334 400 |
| Reste Europe | 98 109 | 95 197 |
| Amérique du Nord | 56 360 | 35 165 |
| Chine | 14 654 | 41 540 |
| Zone Dollar | 71 014 | 76 706 |
| Amérique du Sud | 3 550 | 3 509 |
| Japon | 10 788 | 7 489 |
| Asie | 35 205 | 36 551 |
| Proche-Orient | 13 595 | 10 843 |
| Afrique | 31 563 | 27 356 |
| Océanie | 5 376 | 1 950 |

Source: Base de données du modèle et OCDE

On corrige cependant à la hausse les importations à partir de la constatation qu'une forte augmentation des exportations entraînera nécessairement celles des importations compte tenu du phénomène de re-export des matières importées (énergie et matières premières) mais aussi de certains sous-ensembles. On corrige aussi les importations et les exportations en fonction de la croissance ou de la récession des pays partenaires dans la zone Euro. On obtient ainsi un premier niveau de PIB.

Ce niveau de PIB fait apparaître un gain fiscal potentiel, dont on estime qu’une partie sera redistribuée à l’économie. Entre en compte alors le multiplicateur des dépenses publiques, que l’on a estimé à 1,4 sur la base de travaux récents²⁸. Cette valeur de 1,4 nous semble même pessimiste pour la première année où elle pourrait s’avérer proche de 1,7. L’application de ce multiplicateur nous donne alors un deuxième état du PIB. Toutefois, suivant les scénarii, on a aussi une hausse plus ou moins forte de l’investissement productif (Formation Brute Capital Fixe non-résidentielle qui est estimée à 15% du PIB dans le cas de la France à partir des chiffres fournis par l’INSEE). Or, cette hausse entraîne mécaniquement une hausse du PIB, ce qui nous fournit un troisième et définitif état du PIB et donc par comparaison un aperçu de la croissance.

Tableau 6 : Passage de la croissance par effet direct de la dévaluation à la croissance totale (Hypothèse H1)

| | |
|---|---------------|
| (A) Croissance théorique | 3,41 % |
| (B) Taux de croissance révisé avec multiplicateur des dépenses publiques | 4,74 % |
| (C) Taux de croissance révisé avec effet de l’investissement | 5,06 % |
| Écart entre 1ère et 3ème étape | 1,65 % |

Source: Résultats du modèle

28. Blanchard O., et D. Leigh, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers » IMF, *Working Paper*, WP/13/1, Washington DC, janvier 2013. Hall, Robert E., 2009, “By How Much Does GDP Rise If the Government Buys More Output?” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 183–249. Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo, 2011, “When Is the Government Spending Multiplier Large?” *Journal of Political Economy*, Vol. 119, pp. 78–12.

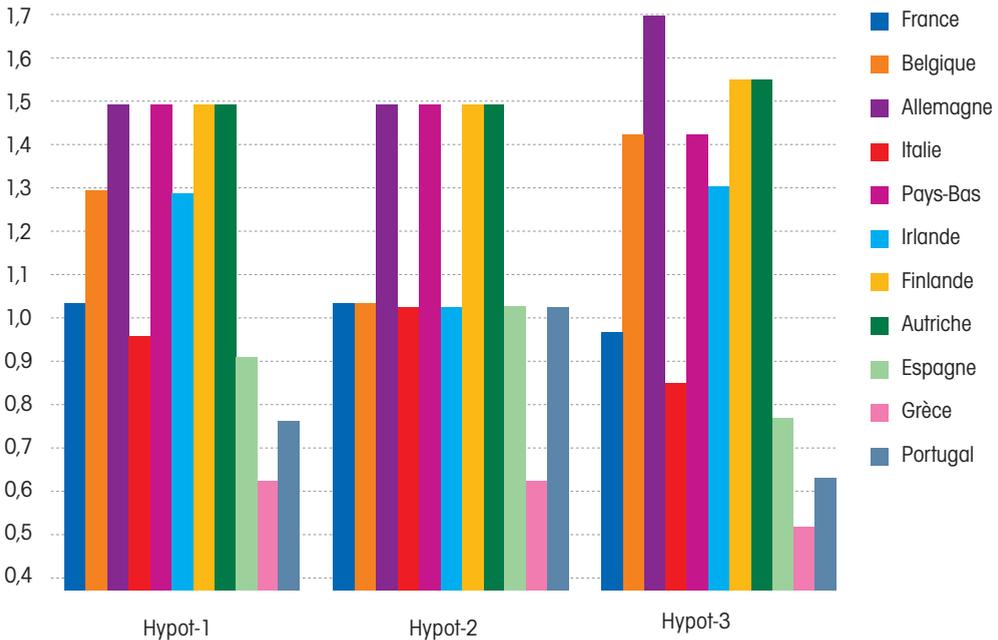
Le modèle fonctionne alors par itérations successives sur cinq périodes correspondant à des durées de douze mois.

On notera enfin que le modèle ne prend en compte que l'impulsion initiale sur l'économie due aux impacts des dévaluations – ou des réévaluations – que l'on étale sur deux ans. Aussi, les taux de croissance et toutes les variables économiques ont du sens pour les deux premières années. Les taux de croissance ont forcément tendance à tendre vers une valeur proche de 0 au fur et à mesure que l'effet de la dévaluation s'atténue.

B. Les neuf scénarii retenus dans le modèle

À partir de ce modèle de base, et comme on l'a présenté plus haut, différentes hypothèses et options ont été croisées. Tout d'abord, on considère des hypothèses concernant la nature de l'environnement ou « situation » et l'ampleur des mouvements de fluctuation des taux de change. On appelle ainsi « hypothèse H1 » celle où l'on représente une explosion dite « contrôlée » de la zone euro ; on appelle « hypothèse H2 » celle où l'on cherche à représenter une scission de la zone Euro en deux – dite aussi hypothèse Euro du Nord/Euro du Sud) ; enfin on appelle une « hypothèse H3 » représentant une explosion de la zone Euro qui ne serait pas maîtrisée et donnerait lieu à des fluctuations bien plus importantes. Ces trois hypothèses recouvrent en réalité des niveaux différents de coopération entre pays de la zone Euro, l'hypothèse H2 représentant le niveau de coopération le plus élevé et l'hypothèse H3 le niveau de coopération le plus faible, avec possibilité de concurrence initiale sur les niveaux des taux de change. Cela implique que les taux de change peuvent être très différents à la période initiale. On les représente dans le graphique 1.

Graphique 1 : Parités initiales avec le Dollar des États-Unis



Source: Données du modèle

À chacune de ces hypothèses correspond donc une option de politique économique que l'on a représentée de manière simplifiée. On distingue tout d'abord une option « pro-consommation » (option a) où une partie de l'excédent fiscal est restituée aux ménages en « consommation » ; puis une option « pro-investissement » (option b) où une partie de l'excédent fiscal vient alimenter la Formation Brute de Capital Fixe chez les agents non-financiers ; et enfin une option « réduction des déficits » (option c) où ce gain fiscal est utilisé pour le désendettement du pays.

Si l'on partage le PIB selon les catégories, on obtient alors en fonction du choix des politiques les évolutions suivantes.

Tableaux 7 : Répartition du PIB

Option (a) de politique économique, dite « pro-consommation »

| | Initial | Année 1 | Année 2 | Année 3 | Année 4 | Année 5 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Autres investissements | 5,00 % | 4,94 % | 4,84 % | 5,06 % | 5,02 % | 5,01 % |
| Investissements des agents non financiers | 15,00 % | 14,81 % | 14,51 % | 13,91 % | 13,81 % | 13,78 % |
| Consommation | 80,00 % | 80,25 % | 80,65 % | 81,03 % | 81,17 % | 81,21 % |

Option (b) de politique économique, dite « pro-investissement »

| | Initial | Année 1 | Année 2 | Année 3 | Année 4 | Année 5 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Autres investissements | 5,00 % | 4,94 % | 4,84 % | 5,06 % | 5,02 % | 5,01 % |
| Investissements des agents non financiers | 15,00 % | 17,36 % | 17,75 % | 19,00 % | 19,60 % | 19,76 % |
| Consommation | 80,00 % | 78,98 % | 77,41 % | 75,94 % | 75,38 % | 75,23 % |

Option (c) de politique économique dite de priorité à la réduction des déficits

| | Initial | Année 1 | Année 2 | Année 3 | Année 4 | Année 5 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Autres investissements | 5,00 % | 4,97 % | 4,94 % | 5,27 % | 5,27 % | 5,27 % |
| Investissements des agents non financiers | 15,00 % | 14,90 % | 14,82 % | 14,49 % | 14,49 % | 14,49 % |
| Consommation | 80,00 % | 80,13 % | 80,25 % | 80,25 % | 80,25 % | 80,25 % |

Source: Résultats du modèle

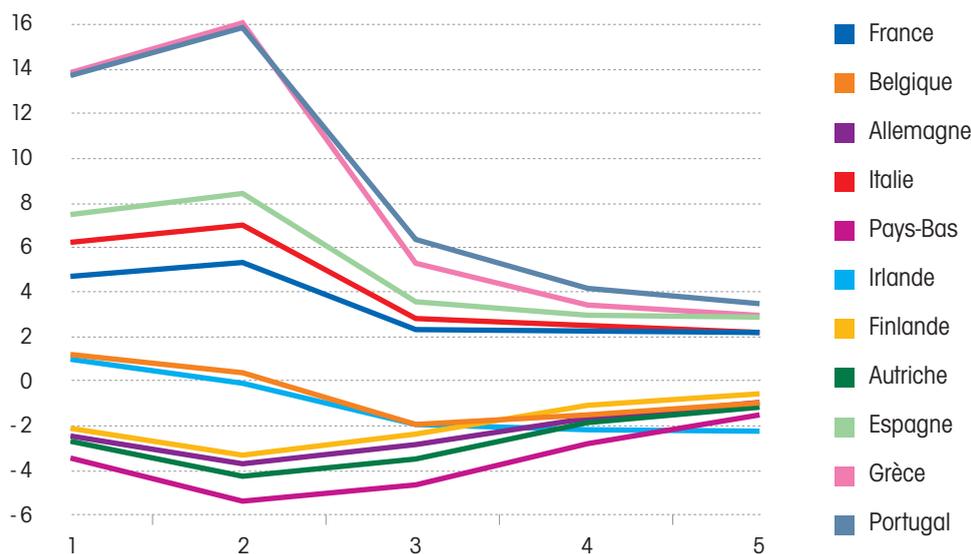
L'écart le plus important dans la répartition du PIB concerne les investissements des agents non financiers et la consommation. On obtient, en effet cumulé des différentes politiques, un écart de 5,98% du PIB pour l'investissement des agents non financiers et la consommation entre l'option (a) et l'option (b). L'impact de ces options sur la trajectoire post-dévaluation est important.

C. Convergence des taux d'inflation et du taux de change réel

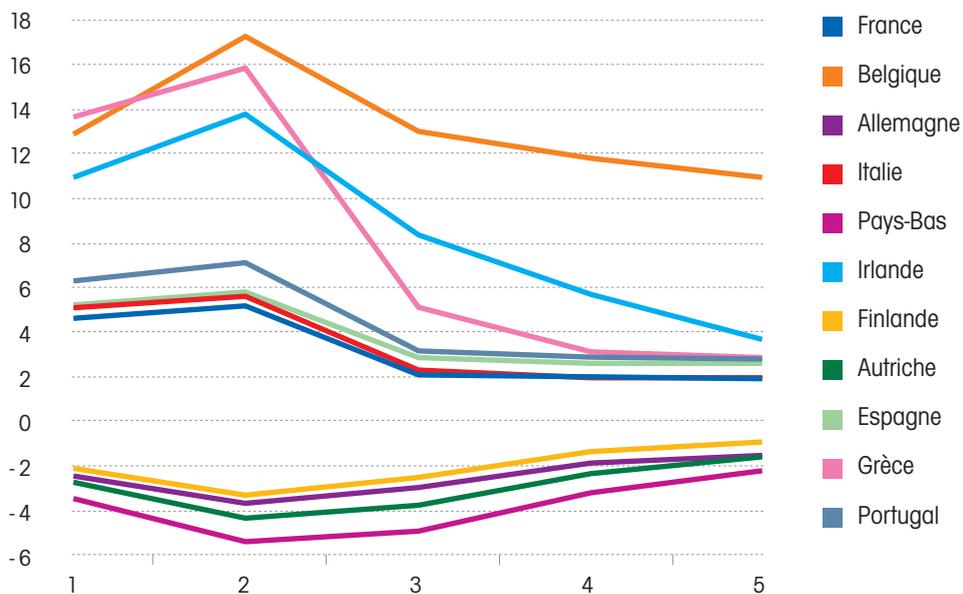
L'impact des différentes hypothèses d'explosion de la zone Euro sur le taux d'inflation – et donc sur le taux de change réel – s'avère être important et se révèle l'un des principaux facteurs engendrant les résultats du modèle. Néanmoins, on observe un fort mécanisme de convergence des taux d'inflation dans le temps, quelles que soient les hypothèses de situation adoptées (H1, H2 ou H3). Comme cela a déjà été indiqué, nous n'avons pas jugé raisonnable voire seulement possible d'étendre les options de politique économique qui ont été retenues dans le cas français aux autres pays. Pour ces derniers, le mouvement de l'inflation correspond donc à une hypothèse inertielle.

Graphiques 2 : Évolution du taux d'inflation dans les trois hypothèses de situation (H1, H2 et H3)

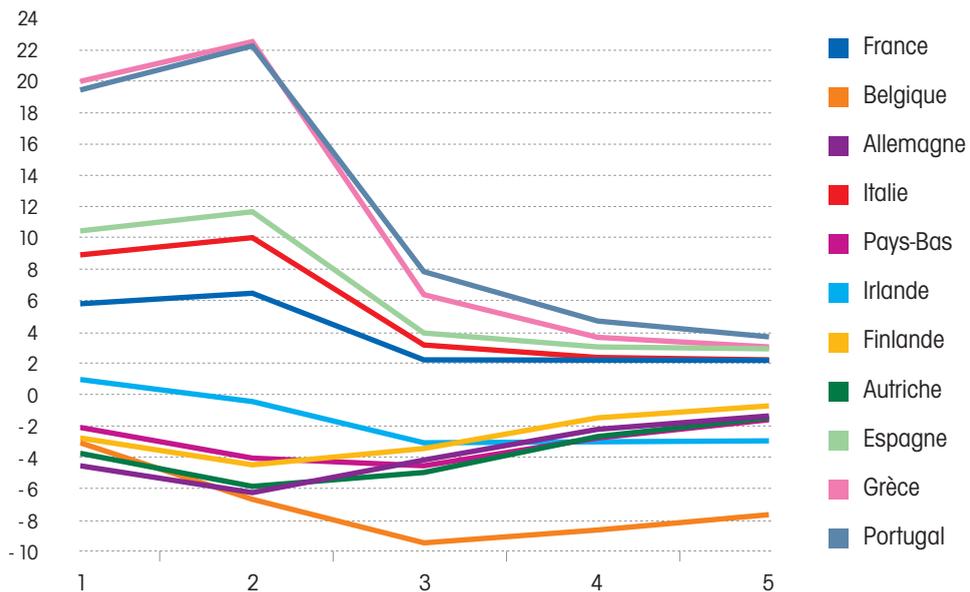
H1 - Evolution du taux d'inflation (%)



H2 - Evolution du taux d'inflation (%)



H3 - Evolution du taux d'inflation (%)

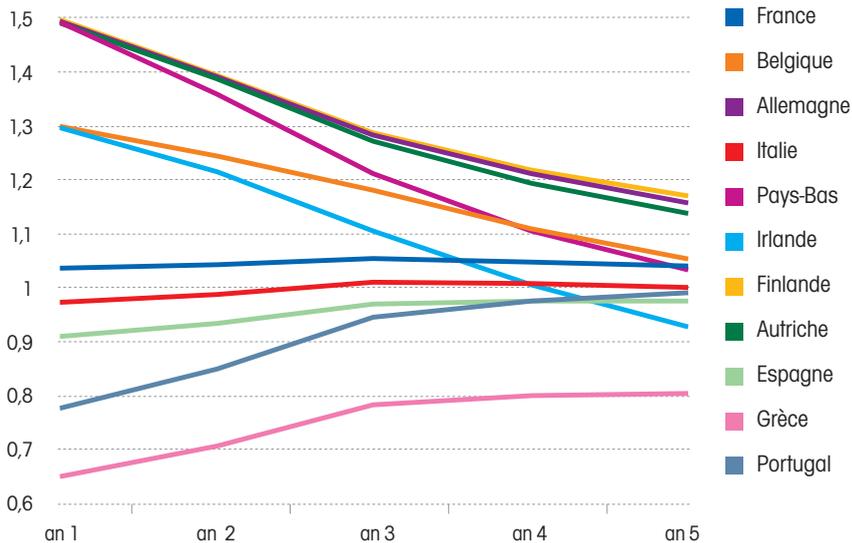


Sources : Résultats du modèle

L'écart initial des taux d'inflation est de 18 points dans les hypothèses H1 et H2 et de 24 points dans l'hypothèse H3. Si l'on exclut la Grèce et le Portugal de l'échantillon, l'écart des taux d'inflation tombe cependant fortement dans l'hypothèse H1 et dans l'hypothèse H3. L'hypothèse H2, pourtant censée représenter la solution la plus « coopérative », est celle qui provoque les plus grandes perturbations sur un certain nombre de pays.

La convergence de l'inflation est la plus marquée dans l'hypothèse H1 et l'hypothèse H3. L'hypothèse H2 dite des « deux Euros » se caractérise par une inflation extrêmement forte pour la Belgique mais aussi pour l'Irlande. Inversement, l'hypothèse H3 – explosion « non contrôlée » – aurait un fort effet déflationniste sur la Belgique et un effet inflationniste très faible sur l'Irlande. D'une manière générale, si les niveaux d'inflation convergent, ils ne s'égalisent pas. Cela rendra nécessaire le maintien d'une flexibilité des taux de change quelle que soit la solution institutionnelle retenue dans le futur. Par ailleurs, l'évolution des taux de change réels correspond, bien entendu, à l'évolution des taux d'inflation. Nous donnons alors à titre indicatif pour l'hypothèse H1 l'évolution du taux de change réel par rapport au dollar américain sur la totalité de la période (graphique 3).

Graphique 3 : Évolution des taux de change réels avec le Dollar américain dans l'hypothèse H1



Sources: Résultats du modèle

On constate, dans le cas de l'hypothèse H1, que la Grèce conserve un taux de change avantageux, et que les taux de change pour les autres pays tendent à se stabiliser sur des valeurs qui sont compatibles au maintien d'une balance commerciale équilibrée, qu'il s'agisse des relations avec la zone Dollar ou des relations entre pays européens. Cependant, il faut ici souligner que nous supposons qu'après le premier choc de dévaluation-réévaluation des monnaies suite à la dissolution de l'euro, les taux de change nominaux n'évoluent plus. De ce fait, les taux de change réels évoluent et tendent à converger car la dévaluation – ou réévaluation – initiale d'une monnaie est compensée, année après année, par un taux d'inflation plus ou moins fort, dû en partie à l'inflation structurelle et en partie à l'inflation – ou la déflation – importée.

D. L'impact de la dissolution de la zone Euro sur la croissance, le chômage

L'impact de la dissolution de la zone Euro sur la croissance des différents pays est immédiat. Si l'on considère uniquement les effets directs sur les deux premières années, on observe que les pays de l'Europe du Sud sont largement avantagés dans le cadre de la première hypothèse.

(i) La croissance comparée des pays de l'ex-zone Euro

Tableau 8 : Croissance directe, hypothèse H1 (base 100 pour le PIB en période initiale)

| | 0 | 1 | 2 |
|-----------|---------|---------|---------|
| France | 100,0 % | 103,4 % | 106,2 % |
| Allemagne | 100,0 % | 98,3 % | 97,8 % |
| Italie | 100,0 % | 102,3 % | 104,2 % |
| Espagne | 100,0 % | 103,3 % | 105,8 % |
| Grèce | 100,0 % | 109,2 % | 115,4 % |
| Portugal | 100,0 % | 107,0 % | 110,9 % |

Sources : Résultats du modèle

La croissance de la France est forte, mais elle est égale à celle de l'Espagne, et légèrement supérieure à celle de l'Italie. La Grèce et le Portugal enregistrent des croissances encore plus fortes que celles de la France, de l'Espagne et de l'Italie, ce qui est normal du fait de la petite taille de ces économies. Dans le cas de l'hypothèse H2, ne considérant cette fois encore que les effets directs sur deux périodes, on obtient :

Tableau 9 : Croissance directe, hypothèse H2 (base 100 pour le PIB en période initiale)

| | 0 | 1 | 2 |
|-----------|---------|---------|---------|
| France | 100,0 % | 103,4 % | 106,4 % |
| Allemagne | 100,0 % | 98,6 % | 98,3 % |
| Italie | 100,0 % | 101,8 % | 103,3 % |
| Espagne | 100,0 % | 101,9 % | 103,5 % |
| Grèce | 100,0 % | 109,2 % | 115,6 % |
| Portugal | 100,0 % | 102,5 % | 104,2 % |

Sources : Résultats du modèle

En ne considérant que la croissance directe, la croissance française est toujours forte mais on note que, dans cette hypothèse, la croissance des autres pays de l'Europe du Sud est sensiblement plus faible, du fait de leur lien avec l'Euro du Sud.

Enfin, dans l'hypothèse H3 on obtient :

Tableau 10 : Croissance directe, hypothèse H3 (base 100 pour le PIB en période initiale)

| | 0 | 1 | 2 |
|-----------|---------|---------|---------|
| France | 100,0 % | 104,7 % | 108,4 % |
| Allemagne | 100,0 % | 97,1 % | 96,0 % |
| Italie | 100,0 % | 103,6 % | 106,4 % |
| Espagne | 100,0 % | 105,2 % | 109,1 % |
| Grèce | 100,0 % | 111,7 % | 119,0 % |
| Portugal | 100,0 % | 109,9 % | 115,0 % |

Source : Résultats du modèle

Cette hypothèse est marquée par un recul de 4% du PIB de l'Allemagne. A l'inverse, on observe de forts taux de croissance tant pour la France, l'Espagne et l'Italie que pour la Grèce (+19%) et le Portugal (+15%). Cela permet d'avancer que, quelle que soit l'hypothèse retenue, une dissolution de l'Euro ne se ferait pas au détriment des pays de l'Europe du Sud mais bien au détriment de l'Allemagne dont la croissance baisserait par effet direct de 1,7% à 4% sur deux ans. Les pays d'Europe du Sud, France non comprise, profiteraient d'autant plus de cette dissolution qu'ils conserveraient une flexibilité de leur taux de change par rapport à la France. Ainsi, l'hypothèse H2 dite « des deux Euros » n'est favorable ni à la France, ni à ces pays.

(ii) La balance commerciale de la France

Le gain pour la balance commerciale serait rapide et relativement indépendant des politiques économiques adoptées. En fait, ce sont les niveaux de dévaluation qui sont réellement déterminants. Si l'on regarde les trois hypothèses « de situation » on constate de faibles mais néanmoins significatives variations.

Tableau 11 : Évolution du solde commercial de la France en % du PIB

| | Année 1 | Année 2 |
|--------------|---------|---------|
| Hypothèse H1 | - 0,9 % | 0,3 % |
| Hypothèse H2 | - 0,9 % | 0,4 % |
| Hypothèse H3 | - 0,3 % | 1,2 % |

Source: Résultats du modèle

L'amélioration de la balance commerciale engendre aussi le phénomène d'accroissement des importations, nécessaire à l'accroissement de la production induite par l'augmentation des exportations. On constate que cette amélioration est plus rapide et plus spectaculaire dans l'hypothèse H3 d'explosion non coopérative. Le chiffre obtenu la seconde année est aussi dû au fait que l'inflation en Espagne et

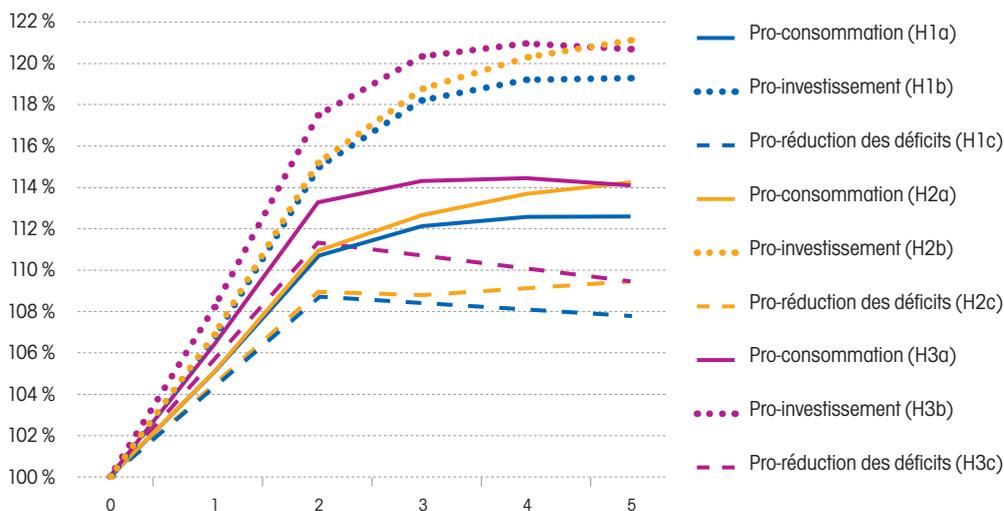
en Italie est plus importante dans cette hypothèse, ce qui conduit à une détérioration de la situation relative de ces deux pays par rapport à la France.

(iii) La croissance : effet direct et effets indirects

Le passage du calcul des taux de croissance pour la France de l'effet direct à la somme des effets indirects implique naturellement de prendre en compte les différences de politique économique que l'on a représentées sous la forme des options (a), (b) et (c). Cependant, ce cumul des effets a des résultats spectaculaires. On constate alors que l'option (b) dite « pro-investissement » est celle qui engendre la croissance la plus forte dans les trois hypothèses de taux de change. L'écart de croissance est le plus important entre l'option (b) et l'option (c) qui apparaît dans le moyen terme (cinq périodes de douze mois chacune) comme la plus mauvaise. Suivant les hypothèses de taux de change, cet écart varie de 11,3 points à 11,55 points de croissance. L'option (c) donne les plus mauvais résultats sauf dans le cas d'une option « pro-investissement » à court terme (deux ans), mais elle décline ensuite rapidement. En fait, la combinaison d'une stratégie pro-investissement de type (b) aboutit à des résultats très comparables dans les hypothèses H2 et H3. Globalement, l'hypothèse H3 semble même préférable à l'hypothèse H2.

Il faut ici signaler que les calculs effectués ne prennent en compte que l'impact des dévaluations, suivant les différentes hypothèses. C'est l'une des caractéristiques du modèle, qui ne considère que l'impulsion initiale. Le modèle fonctionne comme si l'économie française n'était sensible qu'au choc de dévaluation, ce qui est logique puisque l'on cherche à mesurer l'ampleur de ce choc. Mais cela implique aussi que l'on suppose qu'il n'y a aucun autre facteur agissant sur le taux de croissance, ce qui est évidemment faux. C'est ce qui explique que les trajectoires se modifient après le choc de dévaluation. De plus, dans certains cas (H1c et H3c), le PIB décroît légèrement dès que l'on a passé l'étape des deux premières années. Le poids de la fiscalité nécessaire à l'option (c) de réduction des déficits a un effet très nocif sur la croissance. En fait, la croissance à partir de l'année trois sera dépendante de la politique du gouvernement. Ainsi, dans le cas d'une politique « pro-investissement » (option b) il est certain que la croissance potentielle de l'économie française sera nettement plus forte que celle que l'on connaît aujourd'hui.

Graphique 4 : Évolution de la croissance totale en fonction des hypothèses de situation et des options de politique économique (base 100 pour le PIB en période initiale)



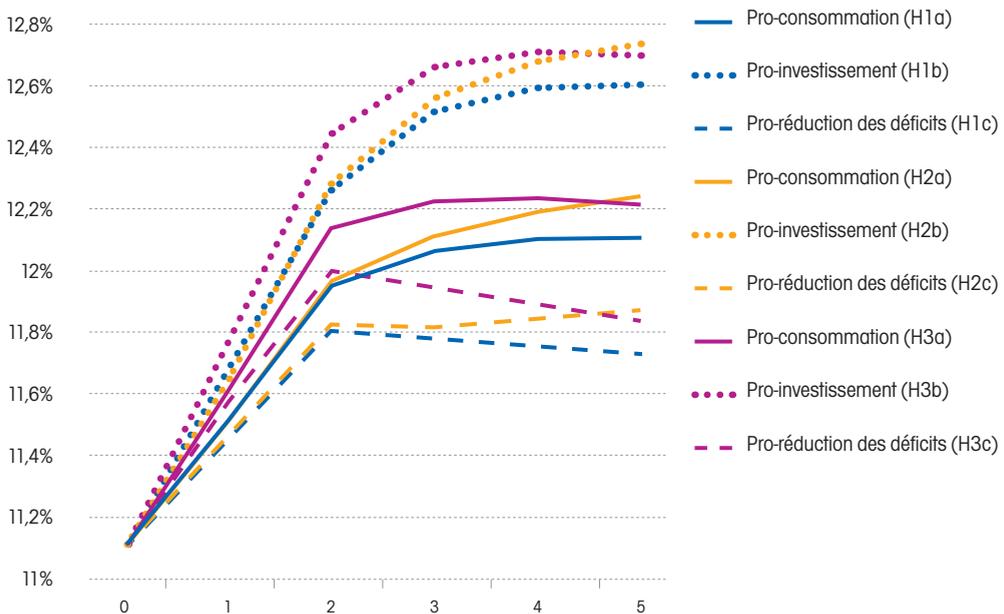
Source: Résultats du modèle

La répartition de cette croissance sur la dynamique des différents secteurs d'activité de l'économie française peut être directement simulée et estimée.

(iv) L'impact sur l'industrie

La hausse du PIB est en partie entraînée par l'accroissement des exportations et l'existence d'une balance commerciale excédentaire. Or, les produits manufacturés sont ceux dont les exportations augmenteraient le plus. Dans le même temps, il est clair que la baisse des coûts apparents induit une dévaluation, en particulier en comparaison avec l'Allemagne, et entraînerait un mouvement de délocalisation *vers* la France et un mouvement de relocalisation en France d'une partie des activités de sous-traitance. Il semble évident que l'industrie, au sens large et avec les services associés, sera la grande bénéficiaire de cette situation créée par la sortie de l'Euro et la dévaluation. On peut donc estimer l'impact sur l'industrie de ces scénarii à un taux de croissance – pour ce secteur – égal à 1,5 à 2 fois le taux de croissance du PIB. En fait, l'expérience historique montre une relation stable entre la croissance du PIB et la croissance de la production industrielle d'environ 1,8 sur la période 1992-2013. Si l'on applique cette relation aux résultats que l'on a obtenus sur le PIB, on obtient les résultats du graphique 5.

Graphique 5 : Évolution de la part de l'industrie manufacturière dans le PIB en fonction des hypothèses de situation et des options de politique économique (%)



Source : Résultats du modèle

On doit cependant souligner que ce coefficient de 1,8 correspond à une tendance sur une longue période. Si l'on part de l'hypothèse qu'un phénomène de ré-industrialisation se produit à la suite de la dissolution de la zone euro et de la dévaluation, on peut logiquement imaginer la création d'emplois industriels à travers les processus de sous-traitance et de relocalisation. Toutefois, ce phénomène étant nouveau pour l'industrie française depuis vingt ans, il n'y a pas de base solide pour le simuler. L'expérience des pays ayant dévalué montre cependant que l'industrie, si elle est relativement « vivante » dans la période pré-dévaluation, réagit très fortement lorsque la dévaluation survient. Le coefficient retenu semble donc sous-estimer l'effet probable sur la production industrielle d'une dévaluation.

Dans ces conditions, et sur la base de ce coefficient, la part de l'industrie manufacturière (hors services associés) dans le PIB passerait de 11,1% du PIB à 11,7% dans la plus mauvaise des trajectoires, et à 12,7% dans les meilleures des trajectoires. La dévaluation consécutive à l'explosion ou à la dissolution de la zone

Euro effacerait les évolutions que l'on a connues depuis les années 2004-2005. Cela aura, bien entendu, une influence importante sur les créations d'emplois puisque à chaque emploi industriel au sens strict correspondent entre deux et trois emplois dans les services, qu'ils soient « associés » aux activités industrielles ou indirectement engendrés par la hausse de ces activités. Cependant, si l'on veut que cette situation profite réellement et pleinement à l'industrie, il faudra nécessairement assurer la formation de la main d'œuvre vers les postes de travail ainsi créés. Le modèle simule une réaction parfaite du système éducatif, et cette hypothèse ne peut être retenue.

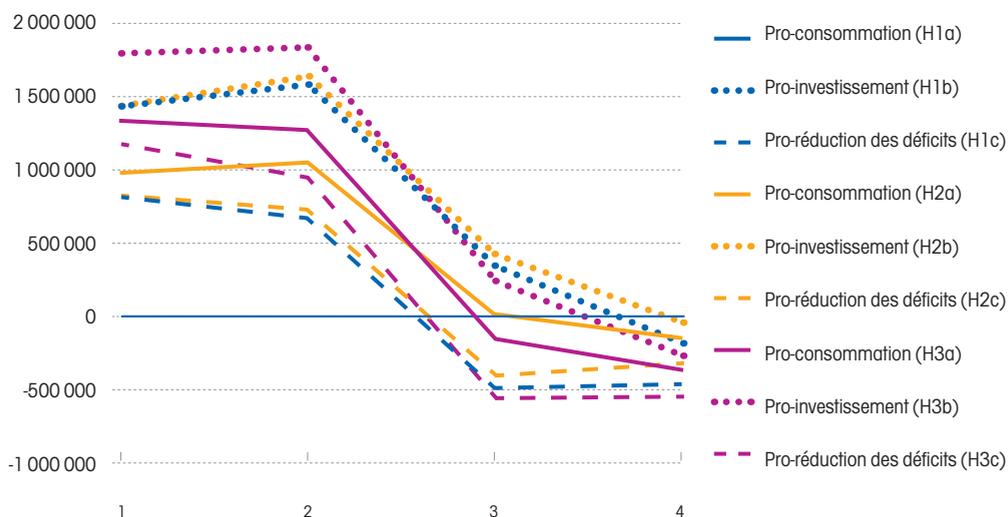
Des tensions sur le marché du travail apparaîtront très probablement dès la fin de la deuxième année. Ces tensions, on l'a déjà évoqué, pourraient faire augmenter le taux d'inflation structurelle de l'économie française. D'un autre côté, et tout particulièrement dans le cas de l'option pro-investissement (option b), les gains en productivité pourraient être plus importants qu'avant la dévaluation, limitant dans certaines conditions les pressions inflationnistes en provenance du marché du travail. D'une manière globale, il est évident que l'industrie sera, en production comme en proportion dans le PIB, la principale bénéficiaire de cette dévaluation.

(v) L'effet sur l'emploi

Dans ces conditions, l'effet de la forte croissance du PIB engendrée par le cumul des effets directs et indirects d'une forte dévaluation devrait être très important sur l'emploi et le chômage. Nous avons pris ici l'hypothèse que toute croissance supérieure à 1,3% la première année et à 1,5% les années suivantes induisait des créations d'emplois au prorata de la croissance. Ces hypothèses entraînent des mouvements de réduction du chômage qui sont très forts au cours des deux premières périodes. La création d'emplois pouvant même, dans certains des scénarii, épuiser les réserves de travail existantes. Il faut cependant ici comprendre les limites de ces calculs, élaborés à partir d'hypothèses très conservatrices. Par ailleurs, le fait que le modèle ne simule que l'impulsion initiale explique pourquoi le nombre de chômeurs remonte dans toutes les hypothèses. Il est clair que si l'on prend en compte l'ampleur des créations d'emplois, leur effet cumulatif (revenu des anciens chômeurs, mais aussi diminution brutale du déficit des assurances chômage, retraite et maladie) devrait tirer la croissance après le choc initial.

Il faut cependant ajouter que ces hypothèses de réduction du nombre des chômeurs ne sont pas complètement réalistes. Plus le nombre de chômeurs diminuera et plus il sera difficile de le réduire, en particulier quand on s'attaquera aux chômeurs de longue durée. Les phénomènes de rigidité du marché du travail, liés à la relative absence ou à l'inefficacité des mécanismes de formation et de re-formation professionnelle, vont contribuer à diminuer ce mouvement.

Graphique 6 : Nombre de créations d'emplois en fonction des hypothèses de situation et des options de politique économique



Source : Résultats du modèle

Cela implique qu'il faudra mettre en place des politiques spécifiques de formation professionnelle si l'on veut pleinement profiter de l'impulsion initiale en matière de réduction du chômage. Néanmoins, suivant les hypothèses de taux de change et les options de politique économique, on peut anticiper au minimum une réduction de 1,5 à deux millions de chômeurs dans les trois à quatre premières périodes. C'est un bouleversement considérable pour la société française qui retrouverait ainsi une situation de chômage modéré voire faible. Les conséquences de ce bouleversement sur l'équilibre des différents budgets sociaux – maladie, retraite – sont potentiellement considérables.

(vi) Équilibres et déséquilibres

Il serait alors possible de retrouver un équilibre de long terme des comptes sociaux sans mesures restrictives supplémentaires. Avec une diminution de moitié du nombre des chômeurs, c'est notamment le financement du système des retraites qui serait alors assuré et ce même dans les conditions actuelles de durée des cotisations. Les dépenses de l'assurance maladie seraient également couvertes par les gains en cotisation. L'abandon des projets de durcissement des conditions d'accès aux systèmes de protection pour la retraite et la maladie aurait probablement un fort effet positif, bien que décalé dans le temps, sur le comportement de consommation des ménages. Même si l'on ne peut qu'estimer et non simuler cet effet, on peut penser qu'il provoquerait une hausse de 0,5% à 1,5% de la consommation (en valeur). Cela devrait exercer un effet positif sur la croissance à partir de la troisième année.

Par ailleurs, on peut mesurer l'évolution du taux d'imposition, qui évolue très favorablement, quelle que soit l'option de politique économique. Avec les options de politique économique pro-consommation (a) ou pro-investissement (b), il tombe en cinq ans de 44,7% à 40,3%, mais seulement de 44,7% à 43,8% avec l'option de politique pro-réduction des déficits (c).

Tableau 12 : Évolution de la pression fiscale (hypothèse H1)

| Politique économique | Année | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---------------------------------------|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | (a) Pro-consommation | | 44,70 % | 43,79 % | 42,35 % | 40,96 % | 40,42 % |
| (b) Pro-investissement | | 44,70 % | 43,79 % | 42,37 % | 41,01 % | 40,49 % | 40,34 % |
| (c) Pro-réduction des déficits | | 44,70 % | 44,24 % | 43,82 % | 43,82 % | 43,82 % | 43,82 % |

Source: Résultats du modèle

Dans tous les cas, on a une baisse de la pression fiscale. Cette dernière est spectaculaire dans les deux premières hypothèses et il faut s'attendre à ce que cela stimule davantage la croissance. Le fait que cette baisse se prolonge après le choc initial permet de penser que l'impulsion totale de la dévaluation initiale sera importante et durable dans le temps.

Il faut cependant ajouter qu'une telle réduction du chômage devrait faire remonter le taux d'inflation structurelle à environ 2%, – sa valeur dans les années 2000-2007 – ce qui a été inclus dans le modèle. Néanmoins, on ne peut exclure la possibilité que la hausse de l'inflation soit plus forte, et ce en particulier dans les scénarii simulant des trajectoires de forte croissance. Par exemple, dans l'option (b) de l'hypothèse H3, qui se caractérise par la croissance la plus forte, on pourrait s'attendre à la présence d'une inflation structurelle proche de 3% par an à partir de la troisième année, sous certaines conditions.

E. L'impact de la dissolution de la zone Euro sur la dette

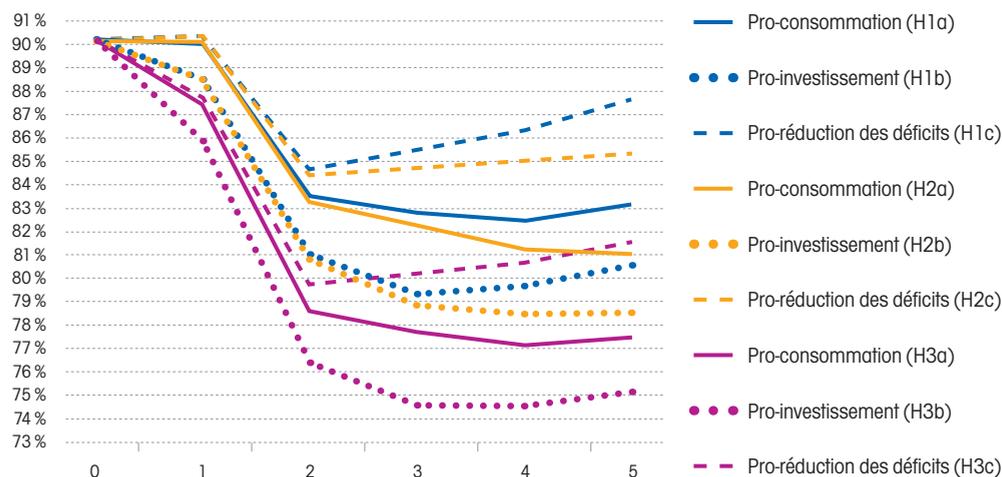
La question de la dette publique et du déficit budgétaire occupe une place importante dans le débat public en France actuellement. Les différentes hypothèses testées avec ce modèle indiquent toutes une réduction plus ou moins forte du déficit et de la dette publique après la dévaluation. On retrouve le phénomène du choc initial, mais aussi l'impact du taux de croissance.

Pour mesurer l'évolution de la dette, on prend en considération le fait que 15% de la dette publique de la France pourrait être émise dans des contrats de droit étranger ou que seule cette fraction sera réévaluée en cas de dissolution de la zone Euro. Le déficit public de chaque année est affecté d'un taux d'intérêt moyen de 3% compte tenu de la réduction du taux d'inflation dès la troisième période – et ajouté à la dette existante pour représenter les difficultés de financement d'un déficit à la suite d'une dévaluation.

Les options de politique économique favorisant la réduction la plus rapide de la dette (option c) engendrent en réalité les résultats les plus mauvais (le neuvième, huitième et sixième) tandis que les options (a) et (b) de l'hypothèse H3 et l'option (b) de l'hypothèse H2 fournissent les meilleurs résultats. Ce résultat n'est paradoxal qu'en apparence. Le poids de la dette dans le PIB dépend du taux de croissance. Or, on a vu plus haut (graphique 5) que les options de type (c) sont celles qui engendrent la croissance la plus faible. Dans toutes les hypothèses, l'option pro-investissement (b) s'avère plus intéressante que l'option de réduction des déficits (c). Une première conclusion s'impose : en cas d'explosion de l'Euro, quelle que soit l'hypothèse dans laquelle on se place, le gouvernement a tout intérêt à retenir une option « pro-investissement » (b). Si l'hypothèse coopé-

native H2 dite des « deux Euros » est intéressante pour la France, elle présente en revanche des problèmes insurmontables pour les autres pays censés être membres de « l'Euro du Sud ». Elle est donc la moins probable des solutions lors d'une crise de l'Euro.

Graphique 7 : Évolution du ratio Dette publique / PIB en fonction des hypothèses de situation et des options de politique économique (%)



Source: Résultats du modèle

L'hypothèse H3 d'une explosion non contrôlée ou désordonnée s'avère, en réalité, très intéressante pour ces pays, y compris pour la France, mais avec un coût en croissance très fort pour l'Allemagne. Une dissolution de l'Euro fait apparaître l'Allemagne comme la principale « victime » de ce processus. Il convient cependant de relativiser ce jugement. Compte tenu de l'évolution des taux de change, le poids relatif de l'économie allemande connaîtrait un fort accroissement la première année et ne reviendrait que très progressivement vers sa valeur initiale du fait de la divergence des taux de croissance entre l'Allemagne et les autres pays de l'Europe du Sud. Si l'on prend en compte le moyen terme (soit comme dans le modèle utilisé une période de cinq ans) l'Allemagne équilibre ses pertes et l'on revient à un équilibre proche de celui de la période actuelle, mais à des niveaux de dette et de chômage très différents.

F. De la monnaie unique à la monnaie commune

Les trajectoires que l'on a étudiées ici partent de la constatation que l'Euro n'est plus viable dans sa forme actuelle. Elles fournissent cependant des indications sur la possibilité de conserver, à terme, une « monnaie commune » venant s'ajouter aux monnaies nationales. De ce point de vue, on peut faire plusieurs remarques.

(1) Il est clair que toute tentative de passer *directement* de la situation actuelle à une forte coopération (par exemple sous la forme de deux Euros) est implicitement condamnée à l'échec. La trajectoire de l'hypothèse H2 n'est pas soutenable pour des pays comme l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

(2) Une forte coopération initiale, si elle est *politiquement* souhaitable, va à l'encontre des intérêts d'une majorité d'acteurs. Une telle coopération, se traduisant par une moindre dévaluation initiale, n'avantagerait en fait de façon relative que l'Allemagne (ou limiterait ses pertes). Pour qu'une telle solution soit retenue, il faudrait donc que l'Allemagne propose en échange des avantages sur la nature desquels on peut s'interroger. Il est ici frappant de constater que l'Allemagne est, en un sens, prisonnière de la volonté d'une partie de ses partenaires.

(3) En revanche, la tendance à une relative convergence que l'on constate à partir de la troisième année laisse espérer la reconstitution ou le développement de formes de coordination entre les pays de l'ancienne zone Euro. Le poids de l'Allemagne dans l'économie européenne étant accru par l'ampleur des dévaluations, mais sa dynamique économique étant largement et négativement affectée et les coûts du passage à des taux de change indépendants étant importants pour elle, un équilibre intertemporel pourrait se reconstituer entre l'Allemagne et ses partenaires.

(4) Il est clair que la situation qui est simulée par le modèle correspond à une forte diminution de l'influence des marchés financiers et à la stabilisation d'une « répression financière » importante dans les pays considérés. On a montré que dans ce type de situation une partie de l'argumentation en faveur de la monnaie unique tombe et les solutions de type SME retrouvent leur viabilité.

La constitution d'une « monnaie commune » venant s'ajouter aux monnaies nationales pourrait être une solution logique, dans la mesure où elle n'interférerait pas dans la possibilité de flexibilité des changes mais en réglementerait la modalité d'application. Le passage à une telle solution serait d'autant plus facile que le cadre réglementaire encadrant les marchés financiers serait maintenu, au moins en partie. Il convient de se rappeler que le Système Monétaire Européen fut mis en place en mars 1979 après plus d'un an de laborieuses négociations. Ce système encadrerait les fluctuations des monnaies autour d'un cours pivot de référence calculé à partir d'un « panier » de monnaies des pays membres, l'ECU ou *European Currency Unit*²⁹. Il réussit au début à stabiliser les cours des monnaies européennes les unes par rapport aux autres. La légère réévaluation du Deutsche Mark le 23 septembre 1979 ne provoqua aucun remous. Il commença à connaître ses premières difficultés avec l'arrivée de François Mitterrand au pouvoir et les trois dévaluations successives du Franc. Cependant, après le virage « pro-Europe » en 1982-1983 des socialistes Français sous la houlette de Jacques Delors, la situation se stabilisa jusqu'en 1992. On a ainsi « oublié » que le SME avait pu fonctionner, en dépit de ses défauts et de l'ouverture progressive des économies aux mouvements de capitaux, pendant près de neuf ans.

En 1992, une violente spéculation déclenchée à la suite de l'échec du référendum danois sur l'Europe provoqua la dévaluation de la Lire italienne et de la Peseta espagnole. Puis, la Livre Sterling fut obligée de quitter le SME. En 1993 une nouvelle vague de spéculation épuisa les réserves de la Banque de France. Les marges de fluctuations furent portées de 2,5% à 15% et le SME disparut de fait à l'été 1993³⁰. On voit bien que le SME fonctionnait, mais qu'il fut victime de la spéculation. Dans la mesure où les marges d'action de cette dernière seraient très réduites du fait des mesures de contrôle des capitaux, on peut se demander si l'on aurait pas, enfin, les conditions d'un bon fonctionnement pour le SME.

Les avantages d'une monnaie commune pour le commerce et les relations financières avec les pays « hors-Zone » sont évidents, de même que les avantages pour les pays ne faisant pas partie de la zone, car ils pourraient à terme utiliser cette

29. A-D. Schor, *Le Système monétaire européen*, Paris, Presses Universitaires de France, 1985.

30. P. Du Bois de Dunilac, *Histoire de l'Europe monétaire (1945-2005) : Euro qui comme Ulysse...* Genève et Paris, Presses Universitaires de France, 2008.

monnaie commune comme un instrument financier. Cette solution a donc pour elle de sérieux arguments, mais il est clair qu'elle ne pourra être mise en place immédiatement après l'explosion de la monnaie unique. Le véritable problème sera donc de surmonter les rancœurs et les oppositions qui pourraient naître de l'explosion de la zone Euro. À cet égard, le fait qu'un équilibre semble se dessiner entre l'Allemagne et une partie de ses partenaires est un facteur d'optimisme relatif. La nécessité de maintenir une certaine coordination entre les pays de l'ex-zone Euro et cette situation d'équilibre relatif devraient permettre de mettre en place progressivement les modalités de cette monnaie commune.

II. QUEL AVENIR POUR LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL APRÈS UNE DISSOLUTION DE L'EURO ?

Il convient maintenant de revenir sur les conséquences d'une dissolution de la zone Euro sur l'architecture du système monétaire international. Une dissolution de l'Euro pose le problème des monnaies de réserve utilisées tant par les Banques Centrales que par des agents privés. Il faut donc dans un premier temps revenir sur les conséquences de l'introduction de l'Euro sur la situation internationale. Le système monétaire international est ainsi passé dans les années 2000 d'une situation d'oligopole dominée par le Dollar à une situation de quasi-duopole, ici encore dominée par le Dollar. C'est cette situation qui semble être aujourd'hui en train de s'effondrer et ce alors que l'Euro est toujours présent. On devrait donc, en cas de dissolution de la zone Euro, retrouver une situation oligopolistique, mais désormais assise en partie sur d'autres monnaies.

A. Les conséquences de l'introduction de l'Euro

Si l'on regarde l'évolution de la part respective des différentes monnaies dans les réserves internationales, on constate plusieurs phénomènes. D'une part, l'effondre-

ment des « autres monnaies », effondrement dû pour l'essentiel à la chute du Yen japonais (tableau 11) et des autres monnaies européennes servant de monnaies de réserve. Ce sont ces monnaies qui ont le plus souffert de l'introduction de l'Euro.

D'autre part, avant la mise en place de l'Euro, le Deutsche Mark jouait un rôle non négligeable, qu'il devrait retrouver après la dissolution. On constate aussi que dans la phase du passage de l'Euro scriptural à l'Euro fiduciaire, la part du Dollar américain a augmenté.

La situation créée par l'établissement de la monnaie unique s'est donc caractérisée à la fois par la montée en puissance de l'Euro et par le renforcement du Dollar. Ce sont les « autres monnaies » qui ont subi l'impact de la création de l'Euro. En 2007, à la veille de la crise, la part du Dollar dans les réserves des Banques Centrales était encore de 65,7% alors qu'elle n'était que de 59% en 1995.

La création de l'Euro a donc abouti à la création d'un duopole asymétrique Dollar-Euro.

Tableau 13 : Part des monnaies de réserve depuis 1995

| | Dollar américain | Euro | Deutsche Mark | Franc Français | Autres (dont Livre et Yen) |
|------|------------------|--------|---------------|----------------|----------------------------|
| 1995 | 59,0 % | | 15,8 % | 2,4 % | 22,5 % |
| 1996 | 62,1 % | | 14,7 % | 1,8 % | 21,1 % |
| 1997 | 65,2 % | | 14,5 % | 1,4 % | 18,6 % |
| 1998 | 69,3 % | | 13,8 % | 1,6 % | 15,0 % |
| 1999 | 71,0 % | 17,9 % | | | 10,9 % |
| 2000 | 70,5 % | 18,8 % | | | 10,5 % |
| 2001 | 70,7 % | 19,8 % | | | 9,1 % |
| 2002 | 66,5 % | 24,2 % | | | 8,8 % |
| 2003 | 65,8 % | 25,3 % | | | 8,6 % |
| 2004 | 66,0 % | 24,9 % | | | 9,0 % |
| 2005 | 66,4 % | 24,3 % | | | 9,2 % |
| 2006 | 65,7 % | 25,2 % | | | 8,9 % |
| 2007 | 64,1 % | 25,8 % | | | 9,8 % |
| 2008 | 64,1 % | 26,4 % | | | 9,9 % |
| 2009 | 62,1 % | 27,6 % | | | 10,4 % |
| 2010 | 61,8 % | 26,0 % | | | 12,1 % |
| 2011 | 62,1 % | 25,0 % | | | 12,8 % |

Sources : FMI et BRI

Depuis 2007, à la suite de la crise des « *subprimes* », la part du Dollar s'est mise à baisser régulièrement. Mais cette baisse n'a que faiblement profité à l'Euro, jusqu'en 2010. À la suite de la « révélation » de la crise au sein de la zone Euro via l'enchaînement des crises grecque, irlandaise, puis portugaise et enfin espagnole, l'Euro, qui avait atteint une part de 27,6%, a régressé jusqu'à 25%.

En fait, l'aspect le plus intéressant de l'évolution actuelle est que la chute de l'Euro depuis 2010 ne se fait pas tant en faveur du Dollar, comme on aurait pu s'y attendre et peut-être le craindre, mais en faveur des « autres monnaies ». Néanmoins, la composition de ce groupe a radicalement changé.

Tableau 14 : Composition du groupe « autres monnaies »

| | Livre Sterling (BP) | Yen japonais (JPY) | Franc Suisse (CHF) | Autres |
|------|---------------------|--------------------|--------------------|--------|
| 1999 | 2,9 % | 6,4 % | 0,2 % | 1,6 % |
| 2000 | 2,8 % | 6,3 % | 0,3 % | 1,4 % |
| 2001 | 2,7 % | 5,2 % | 0,3 % | 1,2 % |
| 2002 | 2,9 % | 4,5 % | 0,4 % | 1,4 % |
| 2003 | 2,6 % | 4,1 % | 0,2 % | 1,9 % |
| 2004 | 3,2 % | 3,8 % | 0,2 % | 1,9 % |
| 2005 | 3,6 % | 3,7 % | 0,1 % | 1,9 % |
| 2006 | 4,2 % | 3,2 % | 0,2 % | 1,5 % |
| 2007 | 4,7 % | 2,9 % | 0,2 % | 1,8 % |
| 2008 | 4,0 % | 3,1 % | 0,1 % | 2,2 % |
| 2009 | 4,3 % | 2,9 % | 0,1 % | 3,1 % |
| 2010 | 3,9 % | 3,7 % | 0,1 % | 4,4 % |
| 2011 | 3,9 % | 3,7 % | 0,1 % | 5,1 % |

Source: FMI, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, Washington DC, 2012

La part de la Livre s'est accrue de 1999 à 2007, mais ce mouvement a été arrêté par la suite et s'est même renversé. La part du Franc suisse est restée marginale, et c'est le Yen qui s'est le plus affaibli depuis la création de l'Euro. Par contre, les « autres monnaies » – groupe qui comprend essentiellement des monnaies de la zone Asie-Pacifique – se sont largement renforcées depuis la crise de 2007-2008.

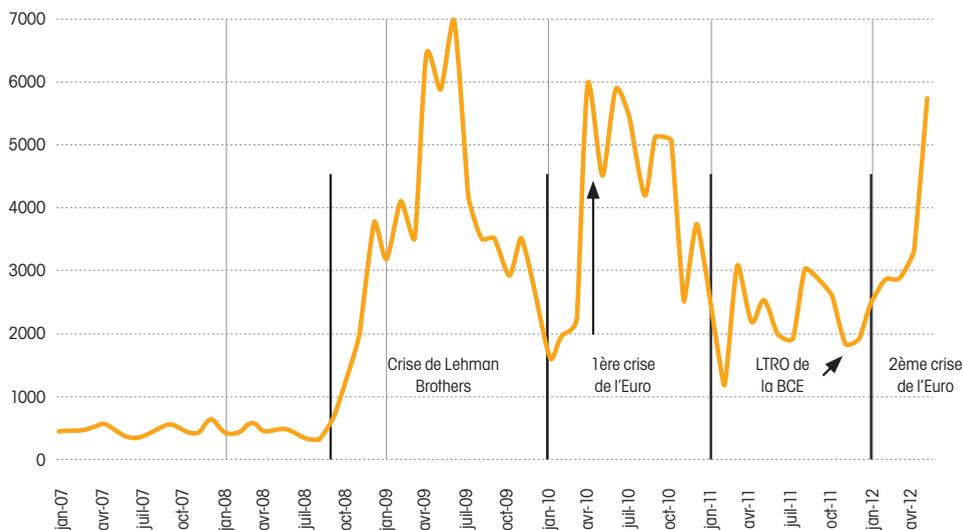
En 2011, la part du Dollar reste en réalité supérieure à son niveau de 1995, soit avant que n'existe l'Euro. Or, depuis la création de l'Euro, l'émergence de nouveaux pays a posé le problème de la stabilité de ce duopole et d'un possible retour à une situation oligopolistique. Le phénomène politique que l'on nomme l'émergence du groupe des « BRIC » – voire des « BRICS » – aurait dû avoir une traduction au niveau des monnaies de réserve.

Il n'en est rien car la Chine se refuse à laisser sa monnaie devenir pleinement convertible, ce qui empêche sa constitution en monnaie de réserve, et le Rouble russe, en dépit des importantes réserves de change de la Russie, reste considéré comme potentiellement dangereux. Par ailleurs, les efforts du gouvernement russe pour promouvoir le Rouble comme monnaie de réserve se heurtent à la faiblesse de la dette publique russe, ce qui restreint les instruments de thésaurisation en Rouble.

La baisse actuelle de la part de l'Euro, qui est à l'évidence appelée à s'amplifier³¹, se fait pour l'essentiel au profit des « autres monnaies » et en leur sein des « nouvelles monnaies » (Dollar australien, Dollar canadien, Dollar de Singapour). La part de ces « nouvelles monnaies » a augmenté de 3%. Dans cette perspective, il est intéressant de regarder l'évolution des comptes de correspondants de la Banque Centrale de Suisse (la BNS) ainsi que le passif des banques suisses.

31. Le principal fond souverain chinois a publié une déclaration selon laquelle il suspendait ses opérations en Euro. Louise Armistead, *The Telegraph*, 10 mai 2012. URL : <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9258317/Chinese-sovereign-wealth-fund-stops-buying-European-government-debt.html>

Graphique 8 : Comptes de virement de banques et d'institutions étrangères à la BNS



Source: BNS

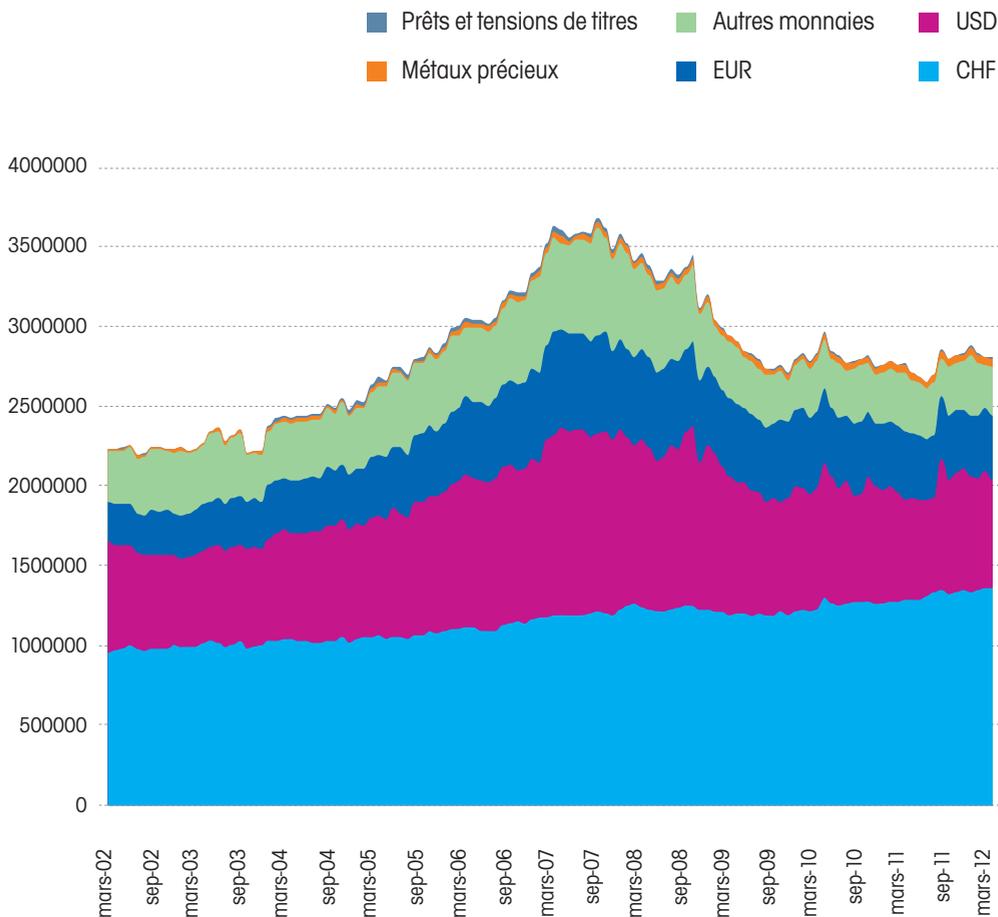
LTRO : Long Term Refinancing Operation

On voit d'emblée que le compte correspondant de la BNS est très fortement affecté par les turbulences de la finance internationale : il connaît une première – et très forte – augmentation avec la crise de Lehman Brothers ; puis une deuxième lors de la « révélation » de la crise de l'Euro ; enfin, depuis le printemps 2012, une troisième liée à la crise actuelle de l'Euro. Pourtant, la « sécurité » de la Suisse du point de vue des déposants étrangers s'est fortement réduite en raison du démantèlement des lois protégeant le secret bancaire, sous l'influence et la pression conjuguées de certains pays du G20.

Il convient alors de regarder la composition du passif des banques suisses.

Celui-ci, qui avait connu lui aussi une très forte augmentation en 2008 au moment de la crise de Lehman Brothers, s'est contracté par la suite, très probablement du fait du démantèlement des lois sur le secret bancaire. Il reste cependant au-dessus de son niveau de 2002. Le point important est ici la composition interne de ce passif (graphique 9). Il révèle depuis deux ans une baisse simultanée de l'Euro et du Dollar américain. Les « autres monnaies » restent stables, tandis que la part des métaux précieux et surtout celle du Franc Suisse (CHF) augmente très fortement.

Graphique 9 : Dépôts (passifs) des Banques suisses depuis 2002



Source : BNS

Cela accrédite, à l'échelle européenne, les résultats des réserves des Banques Centrales. Les déposants étrangers en Suisse sont, pour l'essentiel, des Européens, avec une proportion modérée de déposants du Golfe et de l'Amérique Latine. Ces déposants n'ont pas un intérêt important à investir dans des monnaies asiatiques. Ils commencent donc à se réfugier vers l'or et vers le Franc Suisse au détriment de l'Euro comme du Dollar.

Il apparaît donc que, en cas de dissolution de la zone Euro, on reviendrait rapidement à une situation oligopolistique. La méfiance envers l'Euro, désormais manifeste chez les opérateurs publics³², n'a d'égal que la méfiance envers le Dollar.

B. Les mythes et croyances liés à l'Euro

Il convient dès lors de revenir sur certaines croyances qui ont entouré la création de l'Euro.

A. La création de l'Euro a affaibli la position du Dollar. C'est très clairement faux, puisque l'on a vu plus haut que la part du Dollar avait augmenté fortement avec la création de l'Euro. Quand cette part a baissé, elle est toujours restée très supérieure, jusqu'en 2007, à sa valeur de 1995.

B. L'affaiblissement de l'Euro profite au Dollar et à la Livre Sterling. C'est tout aussi faux. L'Euro s'affaiblit à partir de 2010, mais cet affaiblissement s'accompagne d'une stagnation des parts du Dollar et de la Livre.

C. Les changements dans l'économie mondiale se répercutent dans la structure des monnaies de réserve internationale. C'est juste mais encore très lent. Nous voyons depuis 2010 un mouvement de contestation du duopole asymétrique constitué par le couple Dollar-Euro, au profit des « nouvelles monnaies » mais aussi, et c'est marquant pour les agents privés, dans une remontée des métaux précieux comme vecteurs de thésaurisation.

D. Le rôle de l'Euro dans les transactions commerciales reste important. C'est juste pour l'instant, mais compte tenu des mouvements que l'on observe dans les monnaies de réserves, on peut penser que cela traduit une forme de la « Loi de Gresham » (« une mauvaise monnaie chasse la bonne »).

Dans le cas d'une dissolution de la zone Euro, et en extrapolant à partir de ces résultats, on doit donc s'attendre à un retour à une situation oligopolistique dans le domaine des monnaies de réserves.

32. LINGLING WEI, ANDREW BROWNE et ALMAR LATOUR, « China CIC Chief Sees Rising Risk of Euro Breakup », *The Wall Street Journal*, 7 juin 2012, URL : <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303665904577451750426696454.html>

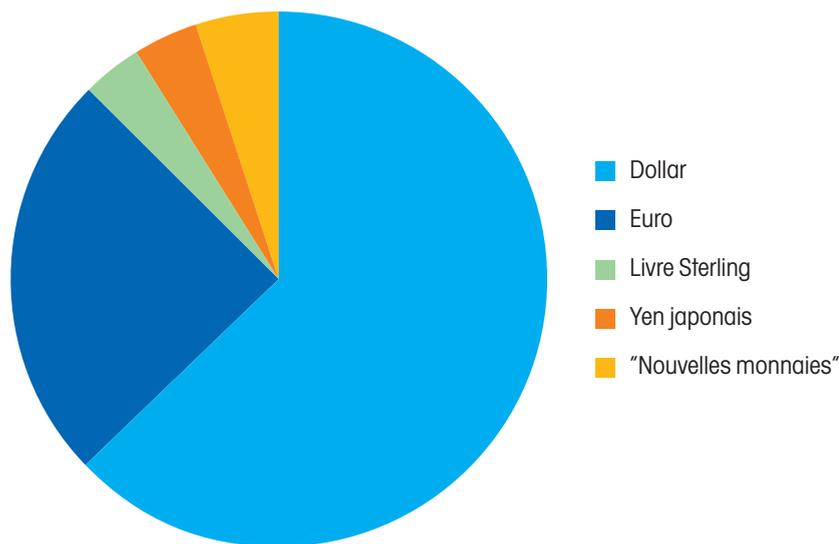
(1) La part du Dollar américain pourrait, sans doute, augmenter à court terme (6 à 12 mois), mais devrait dans une période de 24 mois se stabiliser – au mieux – à son niveau actuel et plus probablement redescendre à son niveau de 1995, voire en-dessous si l’on considère les problèmes structurels de l’économie américaine.

(2) Le Deutsche Mark devrait retrouver et même améliorer sa position de 1995, et représenter entre 16% et 18% des réserves.

(3) Les « autres monnaies » devraient atteindre, quant à elles, environ 18% à 20%, avec une forte hausse des « nouvelles monnaies », qui pourraient représenter 11 à 13% du total.

(4) Le Franc Français devrait au moins retrouver sa position de 1995 avec 2% du total. Il n’est cependant pas impossible – et les mouvements sur les taux d’intérêts que l’on constate aujourd’hui rendent plausible cette hypothèse – qu’il puisse atteindre 4% ou 5%.

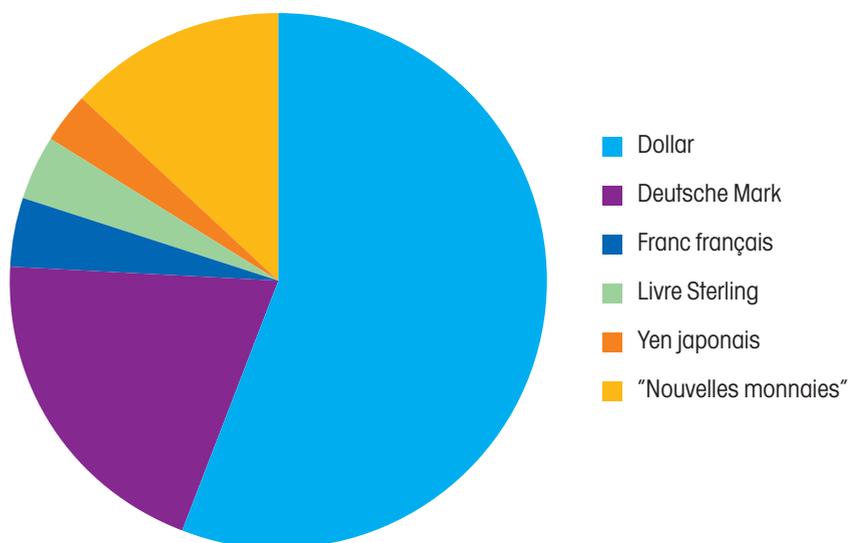
Graphique 10 : Part des monnaies de réserve en 2011



Sources : BNS

La dissolution de la zone Euro ne ferait donc qu'accélérer une évolution d'ores et déjà sensible. A terme, elle rendrait souhaitable la tenue d'une conférence mondiale sur le système monétaire international, pour l'instant impossible dans la situation de quasi-duopole asymétrique Dollar-Euro. De ce point de vue, la dissolution de la zone Euro, loin d'être une calamité, apparaît comme une chance de reconstruire un système monétaire international qui tienne compte du poids réel des différents pays et qui évite au monde de retomber dans les erreurs de la phase finale des accords de Bretton-Woods.

Graphique 11 : Part des monnaies de réserve 24 mois après la dissolution de l'Euro



Sources : hypothèses du modèle

Une telle conférence pourrait être l'occasion de plaider la cause d'une monnaie réellement internationale, assise tant sur les transactions commerciales que sur les mouvements de capitaux à long terme, ce qui était le projet de John Maynard Keynes en 1944-1945.

Il faut enfin analyser l'impact de ces évolutions sur les réserves des Banques Centrales des pays ne faisant pas partie de la zone Euro. En effet, un certain nombre de pays dits « émergents », comme la Chine ou la Russie, détiennent une part non négligeable des réserves de change dans leur Banque Centrale respective dans un

mix Dollar-Euro. Si l'on prend le cas d'un pays dont l'Euro représente aujourd'hui 40% des réserves, le problème de la composition interne des titres publics détenus se pose. On estime qu'une attitude « prudente » conduirait à la composition interne suivante, par rapport à laquelle on mesure les effets des trois hypothèses :

Tableau 15 : Impact des trois hypothèses d'évolution des parités sur une structure de détention de titres souverains de l'ex-zone Euro

| | Structure initiale | H1 | H2 | H3 |
|-----------|--------------------|------|------|--------|
| Allemagne | 50 | 57,5 | 57,5 | 65,25 |
| France | 30 | 24 | 24 | 22,5 |
| Italie | 10 | 7,5 | 8 | 6,5 |
| Espagne | 10 | 7 | 8 | 6 |
| Total | 100 | 96 | 97,5 | 100,25 |

Sources : hypothèses du modèle

On observe que la structure de détention de titres souverains de l'ex-zone Euro engendrée par l'évolution des parités après la dissolution varie d'une perte de 4% à un gain de 0,25%. Rapportées aux 40% des réserves détenues en Euro, ces pertes seraient donc au maximum de 1,6% du total. Des variations de cette amplitude sont courantes du fait de l'évolution des marchés des changes.

La dissolution de la zone Euro ne devrait pas provoquer de conséquences importantes pour les Banques Centrales des pays « hors-zone », en admettant que la gestion de ces réserves ait été prudente et que la part des pays en crise dans la zone Euro ait été mesurée dans la structure initiale.

C. Le rôle du Système monétaire européen dans le Système monétaire international et la possibilité de la monnaie commune

Nous avons jusqu'ici envisagé les conséquences d'une dissolution de la zone Euro sur la répartition des monnaies de réserve. Toutefois, cette dissolution, si elle résulte d'un acte concerté de la part des pays membres de la zone Euro, devrait donner naissance à un système monétaire européen (SME) chargé de garantir que la nécessaire flexibilité des changes ne tourne pas au chaos. Si un tel système est mis en place, il aurait nécessairement des conséquences importantes sur le système monétaire international.

Ce nouveau SME devrait, pour pouvoir fonctionner correctement, avoir les caractéristiques suivantes :

(i) Les parités entre les monnaies des pays parties prenantes de ce SME doivent être fixes, tout en restant révisables de manière régulière pour éviter que ne se reproduisent les déséquilibres qui emportent aujourd'hui l'Euro. Cela implique la constitution d'une *unité de compte* européenne et la réglementation des mouvements de capitaux à l'intérieur de la zone. Si les mouvements de capitaux aux fins d'investissement ne posent pas de problèmes du fait de la fixité des parités, il ne doit y avoir qu'un marché très réduit des options, lui-même sévèrement réglementé. Pour le reste, le marché monétaire ne doit se faire qu'au comptant avec interdiction absolue des positions à découvert.

(ii) La fixation des parités doit se faire de manière coordonnée, dans le cadre d'un conseil financier européen, en prenant en compte les évolutions de productivité et de l'inflation dans chaque pays. Le but étant de réduire fortement les positions soit créditrices soit débitrices en matière de balance des paiements. Les déficits comme les excédents internes au SME devraient alors être reportés sur un compte spécial de la BCE – qui jouerait ainsi le rôle d'institution de *clearing* – et devraient être taxés au prorata de leur importance (par tranche) et de leur durée.

(iii) Il est important que la législation bancaire, en particulier pour les banques de détail, soit harmonisée. De ce point de vue, un mécanisme d'union ban-

caire est tout aussi important qu'il ne l'était sous l'Euro. Cette union bancaire devrait être administrée par la BCE, dont les compétences et le rôle seraient alors redéfinis par un nouveau statut.

(iv) La Banque Centrale Européenne aura la responsabilité de la gestion de l'unité de compte vis-à-vis des pays « hors zone ». Cela implique qu'elle aurait la responsabilité d'avoir un objectif de taux de change de l'unité de compte par rapport aux autres monnaies (hors-SME), et qu'elle devrait pouvoir intervenir pour défendre cet objectif sur les marchés financiers. Les transactions tant commerciales que financières hors du SME ne se feraient alors qu'en unité de compte.

(v) Dans ce système monétaire européen, il n'est ni nécessaire ni souhaitable que le statut actuel des Banques Centrales soit conservé. Il convient de rapprocher les Banques Centrales des gouvernements – en passant d'une « indépendance » à une « autonomie » dans l'application des politiques décidées par les gouvernements – et de leur permettre de couvrir par des prêts et avances au minimum la partie non-structurelle du déficit (poids des intérêts de la dette, mesures budgétaires spéciales pour faire face à des crises ou tout autre imprévu).

(vi) La dette des pays, pour l'heure détenue de 30% à 65% par des non-résidents (majoritairement européens) serait progressivement renationalisée. Les émissions de dettes ne pourraient se faire qu'en monnaie nationale, sauf accord européen pour maintenir une monnaie commune externe, qui devrait offrir des actifs de placements internationaux et qui justifierait qu'une part minimum des dettes soient libellée dans cette monnaie commune. En fait, l'usage de mécanismes comme les planchers minimums d'effets publics dans les actifs des banques fournirait les ressources nécessaires.

(vii) L'unité de compte fonctionnerait comme un « panier » de monnaies, où les proportions de chaque monnaie, tout comme leurs parités, pourraient être révisables.

Ce système correspondrait en réalité à l'existence d'une monnaie conçue comme une unité de compte venant s'ajouter aux monnaies nationales existantes. Cette situation serait très propice à la résurrection de l'Euro, mais sous la forme d'une monnaie commune.

En raison de sa structure de « panier » de monnaies, l'unité de compte devrait être intrinsèquement plus stable que les autres monnaies. Dès lors, elle serait appelée à jouer un rôle important en tant que référence contractuelle dans les transactions commerciales et les transactions financières entre les pays du SME et les autres pays. Notons que le mécanisme d'adhésion ou de sortie du SME serait une procédure bien plus simple que dans le cadre d'une monnaie unique. Une fois constitué sur la base de quelques pays il ne fait guère de doute que ce nouveau SME s'élargirait rapidement.

Se poserait alors la question de l'usage de l'unité de compte, ou monnaie commune scripturale, comme monnaie de réserve. Etant donné que, dans son périmètre actuel, la zone Euro a une balance commerciale légèrement excédentaire, des pays ne pourraient détenir de réserve dans cette unité de compte que sous la forme de titres de dette qui seraient émis par le SME en tant que tel.

Il faudrait donc imaginer un mécanisme permettant l'endettement de ce SME avec une garantie collective pour financer des projets industriels ou d'infrastructures qui seraient communs à au moins deux pays. Cela correspondrait à un mécanisme de « *project bonds* » permettant de financer de grands investissements. Si un tel mécanisme pouvait être mis en place, il permettrait alors à l'unité de compte de se constituer comme instrument de réserve dans les actifs des Banques centrales des pays hors-SME.

L'unité de compte ou monnaie commune pourrait alors faire figure de modèle ou d'inspiration dans le cadre d'une réforme générale du système monétaire international. Cela ferait basculer l'Europe de sa position actuelle « d'homme malade de l'économie mondiale » à celle de centre d'initiative et d'inspiration pour de nombreux autres pays.

III. LES CONSÉQUENCES DE LA DISSOLUTION DE LA ZONE EURO

Nous avons envisagé les conséquences des divers scénarii de l'explosion de la zone Euro tant sur la croissance de l'économie française, que sur le système monétaire international. Nous avons constaté que cette explosion n'engendrait pas de « catastrophe » et que le seul pays qui était fortement pénalisé pendant les deux premières années était l'Allemagne.

Nous chercherons maintenant à apprécier des conséquences plus qualitatives, qu'elles concernent l'économie – comme dans le cas de l'industrie et de la finance – ou les relations politiques entre les pays de l'ex-zone Euro. Enfin, nous aborderons les possibles évolutions du redéploiement de l'économie française dans les dix années suivant la dissolution de la zone Euro.

A. La recomposition de l'industrie européenne après une dissolution de la zone Euro

La dissolution de la zone Euro et les mouvements de parité relative des monnaies vont entraîner des modifications non négligeables dans la structure des chaînes de valeur concernant des produits fabriqués dans la zone Euro.

Un exemple de cette situation peut être fourni par la production des Airbus, dont une partie non négligeable est fabriquée dans la zone Dollar ou en Grande-Bretagne. À partir d'une structure « théorique » de la localisation de la production, on analyse les conséquences des trois hypothèses d'évolution des parités que l'on a retenues pour le modèle.

Tableau 16 : Évaluation du coût total en tenant compte des parités de change

| | Structure initiale | H1 | H2 | H3 |
|-----------------------|--------------------|--------|--------|--------|
| Zone USD | 40 | 40,0 | 40,0 | 40,0 |
| Allemagne | 20 | 23,0 | 23,0 | 26,1 |
| France | 20 | 16,0 | 16,0 | 15,0 |
| Italie | 10 | 7,5 | 8,0 | 6,5 |
| Espagne | 3 | 2,1 | 2,4 | 1,8 |
| Grande-Bretagne | 7 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| Total | 100 | 95,6 | 96,4 | 96,4 |
| Pourcentage UE | 60 % | 58,2 % | 58,5 % | 58,5 % |

Source: Résultats du modèle

On constate tout d'abord que le prix de l'avion théorique baisse à la suite de l'éclatement de la zone Euro sous l'effet de la forte variation des parités relatives. Le renchérissement – par rapport au Dollar – du nouveau Deutsche Mark est en effet plus que compensé par la baisse de valeur du Franc, de la Lire et de la Peseta. La baisse du prix (en Dollar) sur le marché mondial va de 4,4% du prix initial à 3,6%. Les hypothèses coopératives H2 et non-coopératives H3 donnent en fait des résultats plus mauvais que l'hypothèse modérément coopérative H1. Cela n'est cependant vrai que pour la première année. Or les parités relatives se déforment dans le temps.

Tableau 17 : Déformation de la structure de coût de l'année 1 à l'année 5 (H1)

| | Structure initiale | 1 | 5 |
|-----------------------|--------------------|--------|--------|
| Zone Dollar | 40 | 40,0 | 40,0 |
| Allemagne | 20 | 23,0 | 17,8 |
| France | 20 | 16,0 | 16,0 |
| Italie | 10 | 7,5 | 7,7 |
| Espagne | 3 | 2,1 | 2,3 |
| Grande-Bretagne | 7 | 7,0 | 7,0 |
| Total | 100 | 95,6 | 90,8 |
| Pourcentage UE | 60,0 % | 58,2 % | 55,9 % |

Source: Résultats du modèle

Il est intéressant de constater que, dans le cas de l'hypothèse H1, l'évolution dans le temps des parités relatives sous l'effet de l'inflation a des effets très positifs sur le prix total. Ce dernier va baisser d'un peu moins de 10 points de pourcentage

au bout de cinq ans sous l'effet de la baisse de la parité réelle du Deutsche Mark, baisse elle-même engendrée par le recul des prix que l'on observe en Allemagne.

Ainsi, sans évolution de la localisation de la production, le gain en matière de prix est important pour Airbus si l'on n'observe pas uniquement l'année initiale de la dissolution de la zone Euro, mais plutôt l'évolution des parités sur une période de cinq années. Il est important de relever que l'avantage de prix (exprimé en Dollar) s'accroît dans le temps, ce qui est avantageux pour l'entreprise. Compte tenu de la durée de fabrication des avions et du délai entre la signature des contrats et la livraison des avions, il est particulièrement avantageux pour une firme d'avoir des coûts qui baissent mécaniquement dans le temps.

Par ailleurs, si l'on admet que le groupe Airbus peut faire varier la localisation de sa production et cherche à s'adapter aux nouvelles parités – dans le cas de l'hypothèse H1 –, cela devrait se traduire par une baisse des productions de sous-ensembles aux Etats-Unis et en Allemagne au profit de la France, de l'Italie et de l'Espagne.

Tableau 18 : Comparaison des résultats d'une modification de la structure de coût liée à une modification de la localisation dans l'hypothèse H1

| | Part de la production pour les différents pays | Année 1 | Prix avec la structure modifiée à l'année 1 | Structure modifiée aux prix de la période 0 |
|-----------------------|--|---------|---|---|
| Zone Dollar | 40 | 40 | 32 | 32 |
| Allemagne | 20 | 23 | 20,7 | 18 |
| France | 20 | 16 | 20 | 25 |
| Italie | 10 | 7,5 | 9,75 | 13 |
| Espagne | 3 | 2,1 | 3,5 | 5 |
| Grande-Bretagne | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Total | 100 | 95,6 | 92,95 | 100 |
| Pourcentage UE | 60,0 % | 58,2 % | 65,6 % | 68,0 % |

Source: Résultats du modèle

Dans ce cas, c'est à une baisse de 7,05% du prix en Dollar et non de 4,4% que l'on assisterait avec les parités de l'année 1. On voit immédiatement que le groupe Airbus aurait une forte incitation à rapatrier vers les pays devenus à bas coûts une partie de la production réalisée dans les pays devenus à coûts élevés.

Si l'on considère l'industrie automobile, on constate que les chaînes de valeur varient énormément suivant les modèles produits et suivant les firmes qui seront concernées. De ce point de vue, il y a des différences notables entre la situation du groupe Renault et de PSA. Certaines productions de sous-ensembles – moteurs et transmission – sont communes à plusieurs modèles et à plusieurs firmes. Même si l'on peut considérer aujourd'hui que les effets de la dissolution de l'Euro seront favorables à une firme comme PSA, l'évaluation de l'impact global de la dissolution de l'Euro sur cette situation sera importante. Aujourd'hui certaines productions ont été délocalisées dans des pays de l'Union européenne qui ne sont pas membres de l'Euro (République Tchèque, Hongrie et Roumanie) et d'autres dans des pays qui ont adhéré à l'Euro (Slovaquie, Slovénie).

Ces délocalisations sont venues s'ajouter à des délocalisations plus anciennes vers l'Espagne. Par ailleurs, des pays hors-UE – comme le Maroc – sont aussi appelés à contribuer à la production globale européenne à court terme.

Les mouvements de parités relatives vont d'une part accentuer certaines des évolutions déjà observées, mais aussi en perturber d'autres. La forte réévaluation du Deutsche Mark va d'une part accélérer le processus de délocalisation de l'industrie automobile hors d'Allemagne – accélérant la transformation de l'industrie automobile allemande en industrie d'assemblage – et d'autre part certainement encourager la montée en gamme des productions ainsi que l'orientation vers des exportations hors de la zone Euro.

À l'autre extrême, pour les pays qui se sont spécialisés dans la sous-traitance, une concurrence pourrait apparaître entre l'Espagne, qui devrait être favorisée par l'ampleur de sa dévaluation, et des pays qui ne font pas partie de la zone Euro. De ce point de vue, il faut aussi tenir compte des coûts de transport : l'industrie allemande ne va pas remplacer la République Tchèque ou la Hongrie par l'Espagne comme fournisseur de pièces détachées. Toutefois, la position de l'Espagne par rapport à la France est différente. Se pose donc la question de l'évolution des monnaies des pays de la zone Euro. Il est probable que celles-ci baisseront par

rapport au Dollar – et bien entendu par rapport au Deutsche Mark. De même, l'analyse du taux de change pour les pays de l'UE non membres de la zone Euro semble montrer qu'il est déjà très bas et probablement à la limite inférieure de la zone de soutenabilité – en particulier du point de vue du prix des importations d'énergie. Si tel est le cas, il y aurait une réévaluation relative de pays tels que la Roumanie ou la République Tchèque.

La position de la France apparaît comme intermédiaire entre celle des pays où l'industrie automobile existe essentiellement comme sous-traitante, et celle de l'Allemagne qui évolue vers l'assemblage, important une part de plus en plus importante du véhicule final. Compte tenu du niveau élevé de la productivité en France, la dévaluation relative par rapport à l'Allemagne et au Dollar devrait accélérer le mouvement de relocalisation des activités automobiles vers le territoire français.

La question alors se pose de savoir si les exportations de voitures produites en France se concentreront sur le marché européen, évinçant en partie la production allemande, tandis que cette dernière se dirigerait plutôt vers les pays hors Europe. Cependant, il convient de remarquer qu'une telle évolution ne dépend pas que des prix, mais aussi de la stratégie des firmes et de leur décision de procéder ou non à des « montées en gamme ». En tout état de cause, l'impact d'une dissolution de la zone euro sur l'industrie automobile devrait être largement favorable, tant du point de vue des sous-traitants que des constructeurs.

La dissolution de la zone Euro et la dévaluation consécutive supprimeront une très forte contrainte au développement de l'industrie française et permettront, comme le montrent les résultats du modèle, d'inverser la tendance à la désindustrialisation que la France subit aujourd'hui. La qualité des choix et de la stratégie des entreprises privées françaises sera une autre variable déterminante pour la réindustrialisation du pays. De ce point de vue, la dissolution de l'Euro apparaît de nature à donner à l'économie française le « choc de compétitivité » dont elle a désespérément besoin. Mais il faut comprendre aussi que ce choc, indiscutablement salutaire, sera limité dans le temps. La dissolution de l'Euro et la dévaluation sont des conditions **nécessaires** au changement de trajectoire de l'économie française, mais ne sont pas des conditions suffisantes.

B. La stabilité des banques et assurances

La capacité des banques et des compagnies d'assurance à résister à une dissolution de la zone Euro constitue l'une des principales interrogations soulevées par cette éventualité. La situation des banques a soulevé une certaine inquiétude car ces dernières ont déjà fait l'objet d'un plan d'aide de grande ampleur à la suite de la crise de 2008. Celle des compagnies d'assurance est aussi un sujet de préoccupation car la structure par âge de la population donne à la question des retraites et de l'assurance-vie une très grande importance. Celle-ci pèse considérablement sur l'économie française avec plus de 1 400 milliards d'euros soit 70% du PIB de la France, même si on a assisté en 2012 à un mouvement de légère décollecte.

Les banques ont depuis 2010 largement réduit leur exposition au risque représenté par la dette souveraine des pays périphériques (Irlande, Grèce, Espagne, Italie et Portugal). Elles ont aussi renationalisé en partie leurs activités. Néanmoins, les variations selon les pays sont très importantes et, même au sein du secteur bancaire français, les différences entre établissements sont sensibles.

Pour la France, une dissolution de la zone Euro coûterait à l'ensemble du secteur bancaire de 3,5 milliards à 5,5 milliards d'Euros suivant les scénarii. Cependant, certains établissements pourraient affronter des pertes de 4 à 6 milliards d'Euros quand d'autres pourraient enregistrer des excédents. Globalement, les banques semblent être capables de supporter les coûts engendrés par une dissolution de l'Euro. Si une aide ponctuelle de l'État pourrait s'avérer nécessaire, celle-ci serait en tout état de cause limitée. Toutefois, la réglementation des banques devrait être renforcée ne serait-ce qu'en raison de la présence d'un système de contrôle des capitaux généralisé. La supervision directe et indirecte du secteur bancaire sera très certainement renforcée par une dissolution de la zone Euro.

En ce qui concerne les compagnies d'assurance, la crise actuelle les a contraintes à une révision déchirante de leur stratégie. Jusqu'en 2010, elles se développaient dans une situation de grande concurrence en ciblant tout particulièrement – mais pas exclusivement – la zone Euro. La concurrence poussant à la baisse des contrats, ces compagnies devaient chercher des placements rentables, ce qui les a conduites à investir dans les dettes souveraines les plus rémunératrices. Depuis la crise, les compagnies se sont recentrées sur le marché français et ont cherché à fonder le

développement de leurs activités dans les pays potentiellement « à risque » sur une collecte de l'épargne. Cet ajustement a été coûteux, et il est loin d'être terminé. Aussi, selon les hypothèses retenues, les pertes engendrées par une dissolution de la zone Euro pourraient représenter de 5% à 8% du chiffre d'affaires annuel. Cela ne pourra pas être supporté sans une importante aide directe et réglementaire de l'État. Un autre problème pourrait résider dans la forte hausse des taux sur la dette française – ils pourraient passer à 5% sur les titres à dix ans – si cette dette continuait d'être placée sur les marchés financiers extérieurs. Dans ce cas, cela engendrerait de fortes pertes en *Mark to Market* dans les portefeuilles d'assurance-vie. Et comme ces portefeuilles n'ont plus beaucoup de réserves de plus-values, cela constituerait une difficulté supplémentaire pour les compagnies avec les normes actuelles. La situation serait cependant différente si l'on retrouvait les méthodes de financement d'avant 1986, et en particulier si l'on réintroduisait pour toutes banques et compagnies d'assurance opérant en France un plancher minimum d'effets publics qu'elles devraient détenir dans leur bilan.

L'État devra tout d'abord aider financièrement certains établissements, peut-être en échange de prises de participation. Toutefois, une autre partie de l'aide consistera dans une réglementation visant à limiter temporairement la concurrence entre les compagnies d'assurance afin de réduire une partie de leurs coûts. La supervision étatique du secteur devra donc être renforcée pour compenser cette limitation de la concurrence.

Par l'addition des mesures de soutien qui seront nécessaires, tant dans le domaine des banques que dans celui des assurances, c'est une véritable mutation de la place du secteur financier dans l'économie française qui s'annonce. Le cadre légal tout comme l'environnement réglementaire des activités financières seront nécessairement modifiés en profondeur par les conséquences d'une sortie de l'Euro. À terme, cette mutation devrait aboutir à une recomposition du système financier où les différentes sociétés se spécialiseraient plus sur leur cœur historique de métier – dans la banque comme dans l'assurance – et où la puissance publique exercerait un contrôle à la fois direct (du fait des participations qu'elle aura prises dans certains établissements) et indirect (par le cadre légal et réglementaire). Cela pourrait contribuer à rapprocher les établissements financiers de leur clientèle, et nécessiterait une nouvelle division du travail entre la banque de dépôt et la banque d'investissement. Les conséquences pour l'emploi dans ce sec-

teur des services financiers pourraient être intéressantes pour l'avenir. En effet, le rapprochement des activités bancaires comme assurantielles de leur clientèle naturelle redonnerait une grande importance au réseau d'agences. De même, il est probable que la collecte des dépôts redeviendrait une des sources principales de liquidité du secteur financier français.

C. Les enjeux politiques de l'après-Euro

La dissolution de la zone Euro pose une question fondamentale : comment penser dans ce contexte les relations avec l'Allemagne mais aussi avec nos autres partenaires ? Si à l'évidence, une partie de la réponse est contenue dans les conditions de cette dissolution, il s'agira aussi d'examiner les positions objectives des économies.

Les conditions de la dissolution

La dissolution de la zone Euro prendrait bien entendu une allure très différente, qu'elle résulte d'une décision unanime d'un conseil ECOFIN, d'une réunion des chefs de gouvernements de la zone Euro, ou de la décision d'un groupe de pays entraînant de fait les autres, par un phénomène de contagion. Dans le premier cas, cette dissolution décidée dans le cadre des instances régulières les conforterait. Des pays de l'Union européenne prendraient acte de l'échec de l'Union économique et monétaire, mais cela serait sans effets immédiats sur les autres institutions de l'Union. Dans le second cas, le contexte serait bien plus conflictuel, même si les pays concernés prenant acte de la décision de certains d'entre eux finissaient par s'y rallier. L'un des principaux points de tension à cette période initiale résiderait dans la décision de supprimer définitivement toute référence à l'Euro. Le maintien de l'Euro sous une forme réduite et pour un petit groupe de pays (Allemagne, Finlande, Autriche) est possible en théorie – même si elle se heurterait en Allemagne au sentiment d'une partie de l'opinion publique. Il est important pour les autres pays de l'ex-zone Euro (Espagne, France, Grèce, Irlande, Italie, Portugal...) de signifier aux autorités allemandes leur opposition absolue à ce maintien potentiel. La possibilité de mesures de rétorsion combinée à l'état de l'opinion publique allemande permet de penser que l'idée d'un « Euro maintenu » serait très rapidement abandonnée.

Le débat sur les niveaux de parités

Les principales négociations porteront sur le montant des dévaluations potentielles une fois prise la décision de dissoudre la zone Euro. Sur ce point, le modèle que l'on a utilisé montre que l'hypothèse H2 en théorie séduisante d'une scission de la zone Euro en deux ne résiste pas à l'analyse économique. Le débat se portera rapidement sur l'alternative entre une solution de dévaluation raisonnable – relevant dans le modèle de l'hypothèse H1 de dissolution contrôlée de la zone Euro – et une solution de dévaluation très forte. Dans cette perspective, il est difficile de se prononcer sur la conversion des autorités allemandes à l'idée d'un strict contrôle des capitaux. L'Allemagne a toujours refusé cette hypothèse à la fois au nom d'arguments économiques – le contrôle fausse les règles de marché, mais aussi au nom d'arguments idéologiques – les contrôles rappellent trop la période du nazisme. D'un autre côté, la mise en œuvre de ces contrôles a été actée dans le cas de Chypre, et l'Allemagne est capable d'envisager de manière pragmatique les conséquences pour son économie d'une situation où ses principaux partenaires pratiqueraient, contrairement à elle, un contrôle des capitaux. Le processus de réévaluation de la monnaie allemande pourrait prendre un tour initialement catastrophique et surtout la parité du Deutsche Mark vis-à-vis du Dollar pourrait être erratique pendant de nombreux mois. Les pressions, au premier lieu celles des industriels allemands, pour qu'un contrôle soit adopté seront très fortes. Ce qui ne peut être déterminé à l'heure actuelle est de savoir si l'Allemagne se convertirait instantanément à l'idée des contrôles de capitaux, ou si elle passerait par une période transitoire de quelques semaines où elle fera l'expérience d'une forte fluctuation de son taux de change, avant d'accepter la mise en place des contrôles.

La survie des institutions spécifiques à la zone Euro

L'acceptation d'un cadre généralisé de contrôle des capitaux devrait logiquement ouvrir la voie à la mise en place progressive de la monnaie commune. Si la dissolution de la zone Euro modifierait fortement les compétences de certaines de ses institutions, elle n'impliquerait pas forcément leur disparition. Trois institutions retiennent immédiatement l'attention :

- (i) **Le conseil ECOFIN.** Ce conseil, réunissant les ministres des Finances des 17 pays de la zone Euro devrait survivre à la dissolution de la zone pour deve-

nir l'organisme de co-gestion des fluctuations de parités relatives entre les monnaies.

(ii) La Banque Centrale Européenne. Si la raison d'être initiale de la BCE disparaissait, l'existence d'un organisme de supervision bancaire resterait nécessaire. De même, si l'on veut que se constitue progressivement une monnaie commune dans le cadre d'un SME rénové, ses règles de gestion imposeraient l'existence d'un organisme collectif. Ces raisons militent donc pour que la BCE soit maintenue mais sur la base d'un mandat entièrement différent, et qu'elle soit placée sous l'autorité du conseil ECOFIN.

(iii) L'Union bancaire. Ici encore, l'existence d'une institution gérant des règles communes quant aux banques fait sens même après la dissolution de la zone Euro. Cette Union devrait être formalisée – sous la forme d'une convention inter-étatique – et pourrait se voir attribuer une partie des fonds du MES afin de pouvoir intervenir en soutien aux banques des pays membres.

Dans la négociation, la position française devrait être de présenter ces propositions comme un « paquet » global en indiquant qu'il n'est pas question de procéder à des négociations séparées ni de négocier individuellement sur chaque point. La logique de cette position est que, pour l'Allemagne, le point (i) est essentiel. Elle tiendra naturellement à garder un droit de regard sur l'ampleur des dévaluations. En revanche, le point (ii) lui posera problème – mais pourrait être acceptable – tandis qu'elle aura le plus de réticences sur le point (iii). Dans ces conditions, il faudra éviter des discussions séparées et lier l'acceptation du point (i) à celle des points (ii) et (iii). En réalité, un blocage de la situation avantage la France. Même si un « bon » accord sur les trois points est naturellement préférable, il vaut mieux pour la France une absence totale d'accord qu'un accord sur le point (i) et un blocage sur les deux autres points.

D'une manière générale, la position française vis-à-vis de l'Allemagne doit s'inspirer des principes suivants :

(a) La dissolution de la zone Euro n'est nullement une « remise à zéro » des compteurs entre les pays. La situation normale ne sera rétablie qu'au bout de trois à quatre ans. Dans la transition, il est logique que l'Allemagne supporte les conséquences de la politique de « cavalier solitaire » qu'elle a menée de

2002 à nos jours. À elle de trouver ou d'accepter les solutions – en particulier le contrôle des capitaux – qui rendront cette transition la moins pénible possible.

(b) Par ailleurs, il est de l'intérêt bien compris de l'Allemagne, à moyen et long terme, d'avoir des voisins prospères, car leur prospérité se traduira en commandes pour l'industrie allemande. Une « guerre économique » est sans issue en Europe et l'Allemagne serait le pays qui en souffrirait le plus. Agiter des menaces de politiques qui seraient systématiquement non-coopératives se fera en réalité au détriment de l'Allemagne. La coopération entre États est la seule solution.

(c) Il est de l'intérêt des autres pays (France, Espagne, Italie...) d'avoir à long terme une Allemagne en bonne santé, qui soit un partenaire fiable et robuste, en particulier dans le cadre de coopérations industrielles.

Il est donc possible que les relations entre la France et l'Allemagne se détériorent un peu plus dans les 6 à 12 premiers mois suivant une dissolution de la zone Euro. Toutefois, l'Allemagne étant potentiellement le pays qui a le plus à perdre dans cette situation – qui ne ferait d'ailleurs qu'exacerber le sentiment anti-allemand qui se développe rapidement depuis 2010 en Europe – elle évoluerait vers des positions plus acceptables par ses partenaires. Dans une situation assainie tant économiquement que politiquement, la coopération entre États pourra repartir sur des bases nouvelles.

Néanmoins, cette coopération sera d'autant plus fructueuse qu'elle s'appuiera sur des relations tissées et entretenues avec des pays hors de l'Union européenne qui convaincront nos partenaires de l'UE que la France ne sera jamais prisonnière du seul cadre européen.

D. Le redéploiement de l'économie française

La dissolution de la zone Euro et l'évolution des parités des taux de change qui en découlera sera l'acte fondateur d'un redéploiement tant interne qu'externe de l'économie française. Cet acte devrait entraîner l'arrêt du processus de désindustrialisation de notre pays, mais aussi une rupture importante avec de longues

années de très faible croissance, de chômage de masse et de détérioration continue de notre système social.

Or, les perspectives ouvertes par la combinaison d'une dissolution de la zone Euro et d'une dévaluation importante stimuleraient sensiblement l'économie française et conduiraient à la mobilisation des énergies individuelles.

La structure économique de la France en serait profondément modifiée sur plusieurs points :

1. D'une part, le retour durable de toute une série d'activités productives aurait directement des effets très importants sur la population, à la fois en ce qui concerne la stabilité de la position sociale et celle des revenus. Ce retour impliquerait un effort plus sérieux que celui qui est actuellement consenti en matière de formation professionnelle et de formation permanente afin de pouvoir pleinement profiter des opportunités ouvertes par une forte croissance. Outre cet effort dans le domaine de la formation, il faudra accompagner la nouvelle situation créée par la dissolution de l'Euro et les fluctuations de parités de change par une politique de soutien résolu aux PMI/PME et à l'innovation. Ces mesures, qui sont discutées depuis plusieurs années, seraient d'autant plus faciles à mettre en œuvre que cela se ferait dans un contexte de forte croissance.

2. Le système de protection sociale et de retraite retrouverait les conditions de son financement. La grande majorité de la population cesserait donc de vivre dans l'angoisse du lendemain qu'entretient le discours sur de « nouvelles réformes » d'austérité. Avec un avenir préservé et un horizon dégagé à moyen terme, elle pourrait planifier de nouvelles dépenses, ce qui ajouterait un effet positif aux différents effets que l'on a décrits jusqu'ici.

3. La logique des mesures qu'il faudra prendre pour réussir cette dévaluation entraînera une définanciarisation de l'économie française et une réforme majeure de son secteur financier. Le rôle tant direct qu'indirect de l'État sera très largement accru dans le pilotage de la politique économique. Cela offre une opportunité majeure qu'il faudra saisir pour repenser la place de la finance dans notre économie. Il s'agira de donner une priorité aux institutions garantissant une alimentation financière constante du processus d'investissement.

En matière d'échanges internationaux, la France verra sa position se transformer rapidement. Elle devrait fortement renforcer sa place en Europe mais aussi développer rapidement ses activités d'export en dehors. Il faudra un soutien déterminé de la puissance publique pour que se développent les branches industrielles sur lesquelles sera construite la prospérité de la France à l'horizon 2030. À court et moyen terme, il est évident que l'aérospatial, l'automobile et les systèmes de transport constitueront les branches dans lesquelles les gains immédiats seront les plus importants.

Elle retrouvera une place internationale majeure au travers de propositions de réforme du système monétaire international sur lesquelles elle pourra engager un dialogue fructueux avec les pays dits « émergents » en particulier la Chine et la Russie qui ont fait de cette réforme un de leurs objectifs de moyen terme.

CONCLUSION

L'étude présentée permet, dans les limites de la modélisation, de tirer un certain nombre de conclusions qui pourraient servir de base à une politique économique de la France qui soit tournée vers la croissance.

Tout d'abord, un éclatement de l'Euro ne serait nullement une « catastrophe » et n'aurait pas les conséquences dramatiques qui sont généralement mises en avant par les adversaires d'une telle solution.

- **La dissolution de la zone Euro et le retour au Franc, accompagnés d'une forte dévaluation, laisseraient les revenus et les dépenses réalisés sur le territoire absolument inchangés.** Le pouvoir d'achat dans les biens et services produits sur le territoire ne serait pas modifié. La « valeur » des comptes bancaires ne serait pas dévaluée comme certains l'affirment. Pour ce qui est des produits importés, certains – d'origine allemande ou venant de la zone Dollar – augmenteraient et d'autres – venant d'Italie et d'Espagne – baisseraient. Au total, l'inflation – même dans l'hypothèse d'une indexation des salaires et des pensions – n'excéderait pas 5% la première année et 4% la deuxième. Elle reviendrait rapidement vers son niveau structurel. Les hypothèses retenues dans ce modèle ont d'ailleurs été volontairement pessimistes sur le taux d'inflation.
- **Cependant, un strict contrôle des capitaux devrait être mis en place pour gérer cette dévaluation.** Il pourrait s'inspirer des mesures prises par le gouvernement chypriote avec l'accord de l'Union européenne et de la zone Euro.
- **Le poids de la dette diminuerait rapidement tandis que le déficit résiduel des dépenses publiques pourrait parfaitement être couvert par l'épargne nationale.** On remarque d'ailleurs que le poids de la dette baisse d'autant plus vite que l'on ne fait pas de la réduction de la dette une priorité de politique économique. Ce paradoxe s'explique par l'impact du taux de croissance – et du taux d'inflation – sur le calcul du ratio Dette/PIB qui se fait aux prix courants. La France pourrait ainsi stabiliser sa dette publique entre 75% et 80% de son PIB.

- **Le gain en croissance et en emploi serait spectaculaire.** Selon les hypothèses et les options de politique économique retenues, on obtiendrait une croissance allant de 8% à 21% sur les quatre années consécutives à la dissolution de l'Euro et à la dévaluation du Franc. L'option d'une politique économique en faveur de l'investissement (option b) est de loin la plus intéressante et donne les meilleurs résultats. Les effets sur l'emploi seraient très importants. À partir d'un niveau de 3,2 millions de chômeurs (catégorie A), on passerait à la troisième année après la dissolution de l'euro et la dévaluation au pire à 2,2 millions et plus raisonnablement à un niveau entre 1,5 et 1,2 millions de chômeurs. Les effets sur les comptes sociaux seraient eux aussi absolument spectaculaires. Les comptes de l'assurance chômage et de l'assurance maladie redeviendraient positifs, voire selon les hypothèses massivement positifs.
- **A court terme, la valeur du patrimoine des ménages serait affectée en fonction de la composition de ce patrimoine, mais à moyen terme retrouverait sa valeur.** De même l'épargne sous forme d'assurance-vie pourrait perdre de 3 à 5% la première année et 2% la deuxième, mais se rétablirait au bout de cinq ans. Les placements immobiliers connaîtraient probablement une hausse en raison de l'accroissement de l'activité économique.
- **Le taux d'imposition général de l'économie française pourrait lui aussi baisser, compte tenu des « gains » mécaniques qu'engendreraient la forte croissance et l'inflation pour les recettes fiscales.** Le taux d'imposition général de l'économie, qui est de 45% du PIB aujourd'hui pourrait passer à 43% voire 41% dans un délai de cinq ans.
- **Par ailleurs, une dissolution de la zone Euro et une forte dévaluation auraient des effets très bénéfiques sur l'industrie française,** qui non seulement augmenterait ses exportations et sa production mais surtout redeviendrait un secteur très attractif pour les investissements français comme étrangers.

Néanmoins, la dissolution de l'Euro et la dévaluation ne résoudraient pas tout. Subsisteraient d'importants problèmes qui nécessiteraient des actions spécifiques de politique économique. La mise en place d'un contrôle des changes impliquerait une réforme en profondeur des banques et des assurances, et plus généralement un accroissement du contrôle de l'État, direct et indirect, sur ce secteur. L'un des effets induits par une dissolution de l'Euro puis par une dévaluation pourrait

être une « dé-financiarisation » de l'économie française. Qu'il le veuille ou non, le gouvernement français sera contraint de mettre fin à la grande libéralisation financière qui a commencé dans les années 1980.

Pour pouvoir tirer tout le parti d'une dévaluation, un programme de développement industriel et économique devra être établi en coopération avec les entreprises. C'est implicitement ce que nous décrivons dans l'option b de politique économique dite « pro-investissement ». Cela impliquera une définition du cadre de la stratégie générale des firmes à l'horizon de 2025 ou 2030. De même, les dispositifs de soutien et de promotion de l'innovation devront être repensés. L'opportunité pour que ce redémarrage de l'industrie française ne se fasse pas « à l'identique » doit être saisie.

La formation professionnelle et la formation continue devront très probablement être réformées pour que l'économie française puisse résorber rapidement le chômage. Attirons ici l'attention du lecteur sur le fait que les évolutions, certes très favorables, de l'emploi dans nos scénarii supposent un ajustement quasi-parfait de l'offre à la demande. Si l'on veut éviter des tensions inflationnistes indues et si l'on veut profiter pleinement des opportunités ouvertes par une dissolution de l'Euro et par une dévaluation, un effort particulier concernant la formation devra être consenti.

Enfin, la question de la coordination monétaire entre les pays européens devra être repensée. L'adoption par une majorité voire par la totalité d'entre eux de mécanismes de contrôle des capitaux rendra plus facile l'émergence d'une coordination des fluctuations des taux de change. L'émergence d'une monnaie commune destinée aux échanges avec le reste du monde pourrait alors voir le jour et servir de base à une refondation du Système monétaire international.

Il apparaît donc clairement que la dissolution de l'Euro et une forte dévaluation sont de nature à fournir le « choc de compétitivité » dont l'économie française a besoin. Toutefois, une telle relance ne pourra se faire sur une trajectoire identique à celle du passé et impliquera de tous les acteurs, tant privés que publics, un effort d'imagination pour penser et construire notre pays. En cela, si la dissolution de l'Euro n'est pas une condition suffisante, elle est indiscutablement une condition nécessaire.

