

Sortie de l'euro: faillites en chaîne et confiscation de l'épargne

 telos-eu.com/fr/europe/sortie-de-leuro-faillites-en-chaine-et-confiscatio.html

- [Eric Chaney](#)

14 mars 2017

Dans le cas d'école où les partenaires de la France conviendraient aussi qu'il faut mettre fin à la monnaie unique, s'ouvrirait une négociation des modalités de retour aux devises nationales et de dissolution de l'Union Européenne telle que nous la connaissons. En théorie, elle s'étalerait sur plusieurs années, puisque, même dans la situation incomparablement plus simple du Brexit, la négociation des termes du divorce, sans même évoquer celle portant sur les accords qui se substitueront à l'UE, est prévue pour deux ans. On peut concevoir un enchaînement politique qui conduirait à cette situation : une victoire du Front National en France, suivie d'une victoire des partis anti-euro en Italie, Cinque Stelle en tête, pourraient convaincre l'Allemagne que la partie est perdue et que, pour limiter la casse, une négociation de divorce à l'amiable est préférable.



L'illusion du passage en douceur

Même dans ce cas d'école, rien ne se passerait « en douceur », car les citoyens comme les entreprises et les investisseurs réagiraient immédiatement pour réduire leurs pertes, sans attendre le résultat des négociations, forçant les Etats à user de la manière forte en fermant les frontières aux mouvements de capitaux et en limitant drastiquement retraits bancaires et rachats de contrats d'assurance-vie. Du coup, les négociations risqueraient de s'enrayer rapidement, chaque pays tentant de sauver sa mise en faisant payer la facture par son voisin. Fin janvier 2017, l'Allemagne et le Luxembourg avaient dans le système de compensation entre banques centrales de la zone euro dit **TARGET**, une créance virtuelle de 972 milliards d'euros sur les banques centrales des autres participants. Symétriquement, les pays du Sud (Italie, Espagne, Portugal et Grèce) avaient une dette TARGET de 857 milliards d'euros. Au vu de l'énormité des sommes en jeu, les tensions ne manqueraient pas de monter, réduisant encore les chances d'une solution coopérative, et conduisant très probablement à des ruptures unilatérales.

Une fois l'illusion d'un changement en douceur dissipée, et pour mieux comprendre l'ampleur du désastre qu'entraînerait l'abandon de l'euro, il faut tenter de comprendre comment pourrait s'opérer la conversion d'euros en francs des stocks d'épargne et de dette, en s'appuyant sur les données sur la dette des administrations et des entreprises.

La dévaluation du franc serait forte

Aussitôt après l'annonce de la réémission d'une monnaie nationale, le franc, initialement à parité avec l'euro, flotterait, car on imagine mal un gouvernement visant l'indépendance monétaire et la relance par la demande se lancer dans une défense de sa monnaie en relevant massivement les taux d'intérêt. Le franc se dévaluerait donc par rapport aux monnaies potentiellement fortes comme l'euro, tant qu'il subsisterait, au dollar américain et au franc suisse. C'est ce qu'indique dès aujourd'hui l'écart de rendement entre les bons du Trésor allemand et français, qui indique une espérance de perte associée au risque de redénomination de 6 à 7%, et donc, implicitement, une forte dévaluation, puisque conditionnée par la probabilité que les marchés attribuent à une sortie de l'euro. Si, par exemple, cette probabilité était estimée à 25%, la dévaluation associée serait de 24% à 28%. Pour les détenteurs de créances (résidents ou non) sur les émetteurs français, le risque est majeur. En effet, pour ces créanciers, à commencer par les ménages français dont l'épargne est très largement investie en obligations publiques et privées d'origine française, la possibilité de préserver leur capital en l'investissant dans des titres de dette surs, allemands par exemple, disparaîtrait en cas de redénomination.

Pour financer les déficits, répression financière assurée

Commençons par les titres de dette des administrations publiques, dont l'encours se montait, d'après les [statistiques de la Banque de France](#), à 2 239,7 Mds d'euros fin septembre 2016 (100,7% du PIB), dont 60% est détenu par des non-résidents. Les partisans d'une sortie de l'euro expliquent que tout Etat a le droit souverain de re-dénommer sa dette, selon la *lex monetae*. Les choses ne sont pas si simples, puisque, depuis 2013, les titres de dette de maturité supérieure à un an émis par le Trésor français sont assortis d'une clause d'action collective (CAC) qui conditionne toute 'modification des termes du contrat d'émission' à un accord de 75% des créanciers. A moins que l'Etat ne décide de suivre l'exemple grec de 2012, c'est-à-dire de modifier de façon rétroactive les termes de sa dette, il y aura là un sérieux écueil, puisqu'environ 40% de la dette publique est aujourd'hui assortie de CAC. Néanmoins, comme la quasi-totalité de la dette des administrations publiques est de droit français, il est probable qu'en cas de re-dénomination, les investisseurs non-résidents ne se risqueraient pas à l'attaquer en justice, puisque ce serait devant des tribunaux français. Mais on ne les y reprendrait pas, et ils n'accepteraient d'investir à nouveau dans la dette française qu'avec une décote significative, c'est à dire avec des taux d'intérêt plus élevés de 3 à 4 points de pourcentage, si l'on se fonde sur les conditions de marché actuelles. Les partisans de la sortie de l'euro ont déjà expliqué comment ils s'y prendraient pour empêcher cette hausse des taux d'emprunt : 1/ ils forceraient les épargnants français à investir dans la dette publique, en ressuscitant le 'plancher d'effets publics' introduit en 1948 et abrogé en 1967, et qui enjoint les banques d'investir une fraction obligatoire des dépôts en emprunts d'état, 2/ ils demanderaient à une Banque de France mise sous tutelle de financer directement les émissions de dette. Dans la même veine, on peut supposer que l'Etat imposerait un seuil minimum de détention de titres publics dans les portefeuilles d'assurance-vie. Ces méthodes, connues sous le nom de répression financière, peuvent atteindre leur objectif à court terme --contrôler les taux d'intérêt de marché. Il en va tout autrement à moyen long terme : le financement monétaire des déficits publics est une drogue forte, car ayant des effets puissants à court terme, il devient rapidement indispensable pour éviter que ces effets ne s'évanouissent. Les effets économiques à long terme sont bien documentés : la masse monétaire finit par s'emballer avec pour conséquence une forte accélération de l'inflation à un horizon indéterminé, il est vrai.

Pour les entreprises privées, la conversion des dettes serait impraticable

Les entreprises françaises se financent essentiellement par l'intermédiation des banques et par émissions obligataires. Les banques elles-mêmes, pour leur financement à long terme, recourent principalement au financement obligataire. Les [statistiques de la Banque de France](#) déjà citées indiquent un encours de titres de dette de 1 405 milliards d'euros pour les sociétés financières (banques et assurances) et de 671 milliards pour les non-financières soit, au total, un endettement de marché de 2 076 milliards d'euros (92,4% du PIB), dont 51,3% est détenu par des non-résidents. Pour la part de ces titres émises sous droit anglais ou américain, environ 40% du total, la conversion serait impossible, puisque les tribunaux garantiraient les droits des créanciers et ordonneraient des saisies d'actifs en cas de conversion unilatérale. Mais, en réalité, il en irait de même pour la dette de droit français. En effet, si une entreprise convertissait sa dette passée en francs, elle serait considérée comme en défaut par les agences de notation et n'aurait accès au marché qu'à des taux très élevés, que ce soit en France ou à l'étranger, puisque, tant que les capitaux circulent librement, le prix des titres de dette (donc leur taux) est à peu près identique sur tous les marchés.

Le fonctionnement même des marchés, où les anticipations et l'arbitrage ne laissent pas de place au flou, conduirait les entreprises à s'engager à respecter les termes de leurs contrats avec leurs investisseurs, et donc à ne pas convertir leur dette. Pour celles d'entre elles dont l'essentiel du chiffre d'affaire se fait à l'étranger, le service de la dette resterait praticable. Mais pour celles qui sont essentiellement tournées vers le marché domestique, à commencer par les ex grandes entreprises nationales comme EDF, la non conversion les forcerait à des ventes d'actifs, y compris stratégiques, pour rétablir leur solvabilité. La seule alternative serait la faillite. Le cas le plus préoccupant est celui des banques, car elles fournissent 60% du financement des entreprises. Il est souvent avancé que le portefeuille d'actifs étrangers qu'elle détiennent (1 636 milliards pour les titres de dette, soit un solde positif de 236 milliards), revalorisé par la dévaluation du franc, garantirait leur solvabilité. C'est en réalité le contraire, car le gros de ces actifs est dans des pays du sud de la zone euro (Italie, Espagne et Portugal), dont les monnaies risquent de se déprécier encore plus que le franc.

Un chemin qui conduit droit aux restrictions monétaires et aux nationalisations

Face à une menace de faillites en chaîne dans le système bancaire et parmi les grandes entreprises, le gouvernement devrait envisager des solutions autoritaires. Tout d'abord, restriction drastique de l'accès aux distributeurs de billets, comme ce fut le cas en Grèce après l'élection de M. Tsipras, en même temps que le contrôle des mouvements des capitaux, avant même l'instauration d'un contrôle des changes une fois la conversion lancée, enfin, nationalisation des entreprises vitales, banques en particulier, et reprise de leur passif (en euros) par l'état, qu'il soit représenté par la Banque de France ou un véhicule ad hoc, c'est à dire, en réalité, par le contribuable.

Bien entendu, aucune de ces conséquences ne figure dans les programmes électoraux du moment. Mais c'est la réalité : dans les conditions actuelles, une sortie de l'euro ne peut être que chaotique, et conduire à une vaste mainmise de l'économie par l'Etat.

© Telos. Reproduction strictement interdite.