

3 MAI 2017

L'euro dans le débat électoral Dernières réflexions d'un euro-sceptique¹ de la première heure



Jacques Ninet
Conseiller de
Convictions AM

Quoiqu'il advienne de l'année qui commence, celle qui vient de se terminer restera à coup sûr comme une de ces périodes pendant lesquelles les marchés financiers s'affranchissent avec une insolence croissante des conditions générales de leur environnement économique et plus encore géopolitique.

A l'orée d'une année qui s'annonce tout aussi chargée en événements politiques de première importance (élection présidentielle française, élections législatives allemandes, XIX^e congrès du PC Chinois...), l'indifférence absolue manifestée par les marchés vis-à-vis du contexte géopolitique peut être interprétée comme un signe de robustesse ou inversement comme l'indicateur d'une grande fragilité. C'est à cette interrogation que nous essayons de répondre, d'une part en nous intéressant aux marchés eux-mêmes et, d'autre part, en dégagant ce qui nous paraît constituer l'essentiel du paysage géopolitique et macro-économique d'aujourd'hui.

L'euro, une ambiguïté aggravée

On peut évacuer une fois pour toutes le constat irréfutable des tares congénitales d'une zone monétaire non optimale et de leurs conséquences lorsque les économies de ses membres divergent fortement. Il faut alors en revenir à l'idée fondatrice : la monnaie

unique devait être la première étape d'un grand projet d'union politique et économique, projet submergé par un élargissement aux pays de l'ex-bloc soviétique mené à marche forcée et dont les visées mercantiles et géopolitiques s'accompagnaient d'un renoncement définitif à toute ambition d'harmonisation (fiscale, sociale et budgétaire) qui seule pouvait donner corps et pérennité à la monnaie unique.

L'euro reste ainsi à la fois le vecteur emblématique d'une Europe définitivement en paix, quasi consubstantiellement à la libre circulation des biens et des personnes et à l'espace Schengen, et le symbole de l'inachevé de cette construction, voire de sa récupération à des fins strictement marchandes et de son échec quant à sa contribution à une prospérité équitable des peuples. Il n'est alors pas nécessaire de pousser très loin pour que cet euro à deux visages devienne aux yeux de la critique «populiste» l'instrument de la trahison des peuples.

Les économistes qui s'alarment depuis longtemps de cette ambiguïté, tels Stiglitz, Lordon ou Sapir, pour ne citer que ceux-là, enragent que cette analyse n'ait été reprise, dans le champ politique, que par les extrêmes, en particulier de droite, tandis que les partis dits de gouvernement (jusqu'à quand ?) s'en tenaient à alerter sur les conséquences catastrophiques d'un retour aux monnaies nationales pour justifier le statu quo. D'avril 2002 à avril 2017 quinze ans se sont écoulés, marqués par une crise majeure qui perdure sous la forme d'un QE prolongé, sans que rien ne change vraiment.

¹ Au sens de « hostile à la monnaie unique » dès le referendum initial, pour des raisons strictement économique

En quoi consisterait donc cette catastrophe ?

Notons en premier lieu un biais méthodologique, directement issu du tropisme évoqué ci-dessus, qui consiste à ne s'intéresser qu'à ce qui adviendrait de la France si elle abandonnait la monnaie unique, au lieu de considérer, aussi, ce que deviendrait l'euro, une fois la France sortie, avec les possibles effets de contagion, par exemple sur nos voisins d'Europe du sud.

Que nous disent donc les sages qui nous préviennent du cataclysme à venir ?

- Que le gouvernement pourra créer de cette monnaie nationale inconsidérément, creuser le déficit et allumer la mèche de l'inflation.
- Que les marchés financiers sanctionneront d'emblée le retour au franc en vendant massivement les titres de dette française, dont le taux de rendement grimperait violemment car la Banque de France ne pourrait pas faire face.
- Que la conversion des billets en euros ne se ferait qu'imparfaitement et que la circulation simultanée des deux monnaies créerait une instabilité préjudiciable au franc.
- Que la parité initiale (par exemple un NF égal un euro) serait attaquée et que le franc serait rapidement dévalué de 20 à 30%.
- Que cette dévaluation, compte tenu de la structure du commerce extérieur pèserait lourdement sur le pouvoir d'achat des ménages, compte tenu du renchérissement des produits importés non (immédiatement) substituables par des productions domestiques.
- Que la même dévaluation grèverait le budget public, la dette libellée en euro devant être remboursée dans cette devise.

Cette liste proprement effrayante appelle immédiatement deux remarques

- La BCE a créé ex-nihilo, depuis 2012, plus de 4 000 milliards d'euros pour acheter de la dette, principalement publique, aux banques. Les autres Banques centrales, dans le monde, l'ont précédée sur cette voie, de la Fed à La Banque du Japon en passant par les Banques de nos « modèles », suisse ou scandinaves et parfois dans des proportions gigantesques. Rien en fait n'interdirait à la Banque de France de prendre le relais, en tant que de besoin. La leçon d'orthodoxie est ici parfaitement déplacée.
- Le fait même d'annoncer la dévaluation instantanée du nouveau franc contre euro revient

à reconnaître que l'euro est une devise surévaluée (contre le dollar et les devises des émergents) pour l'économie française, comme elle l'est d'ailleurs pour l'Italie, le Portugal et quelques autres... L'euro fort introduit un biais en faveur de « l'Europe du Nord », qu'il n'est pas sain de perpétuer.

ÉLÉMENTS DE DISCUSSION

Dévaluation, pouvoir d'achat et balance commerciale

L'histoire nous a enseigné depuis longtemps que la dévaluation compétitive ne crée qu'un boost temporaire (la courbe en J) et qu'elle ne peut réussir que si elle est accompagnée de mesures anti-inflationnistes. Les économistes sérieux (Aglietta, Artus...) nous disent aussi que la compétitivité-prix n'est pas tout et que le déficit commercial de la France tient beaucoup plus à un défaut chronique d'innovation et d'investissement en R&D qui ne permet pas la « montée en gamme » nécessaire pour jouer dans le concert mondialisé. On doit remarquer enfin que la Grande-Bretagne, promise à une récession sévère, semble avoir encaissé, au moins jusqu'à maintenant, la dévaluation de 15 % de la livre consécutive au Brexit sans trop de dommages.

Le vrai sujet du commerce extérieur, dans le programme de Mme Le Pen, est moins celui de l'euro que celui du repli sur soi et de la « préférence » qui viendraient réduire les débouchés des entreprises françaises dans un climat d'hostilité avec nos partenaires.

Le spectre de la faillite des finances publiques

La dette est un sujet complexe car la novation juridique donnerait lieu à d'interminables procès et négociations, avec des répercussions sur l'ensemble des dettes émises en euro, bien au-delà du cas français.

Pour la France, l'euro n'est pas tout à fait une monnaie souveraine mais il n'est pas non plus une devise étrangère. Les OAT sont des obligations émises sous juridiction française donc remboursables dans la devise de la France. Quant à l'épouvantail des 60% de détention de la dette française par des non-résidents, il s'agit de chiffres bruts qui ignorent que symétriquement les actifs détenus par les français, notamment à travers les fonds généraux d'assurance-vie, sont largement diversifiés en dettes étrangères. Au total la dette extérieure française (ne) serait (que) de 25% du PIB !

Il reste la menace de mouvements spéculatifs et de fuite capitaux. Il faut sur ce point se rappeler que c'est Mario Draghi avec son fameux « whatever it takes » qui a mis fin à la crise de la dette en zone euro en assurant la liquidité ultime de tous les titres. Il a fort à parier que l'abandon par la France de la monnaie unique créerait de sérieux remous sur les marchés financiers, aux effets potentiellement dévastateurs, car elle romprait la confiance dans la mutualisation de fait mise en place par la BCE à travers ses opérations de quantitative easing. Chaque État se verrait ainsi renvoyé à la problématique de liquidité/solvabilité de sa propre dette et l'ensemble des marchés financiers à l'insoutenabilité fondamentale des taux d'endettement de la plupart des grands pays. C'est cette vraie menace-là qui devrait inciter les dirigeants européens à reprendre le sujet de l'harmonisation et de la solidarité, faute de quoi l'épouvantail ne fonctionnera plus très longtemps.

CONCLUSION

Thérapie de choc contre mort lente, le sujet mériterait au moins d'être discuté.

Il y a, semble-t-il, des éléments plus convaincants que la menace éculée du chaos économique pour promouvoir la voie de la modération plutôt que celle des extrêmes dans le choix électoral. On ne peut que regretter que les dévoiements économiques de la construction européenne empêchent d'opposer clairement dans ce débat une vision pacifique et sincèrement coopérative à une posture de fermeture et de repli nationaliste.

L'avenir de l'euro reste de toute façon promis à une contestation grandissante si la doctrine officielle continue de s'affranchir de toute avancée en matière d'harmonisation en transposant à la monnaie unique son leitmotiv immuable : « mieux vaut cette Europe imparfaite que pas d'Europe »

Jacques Ninet

Lettre rédigée le 2 mai 2017

Jacques Ninet, consultant, conseiller Recherche du Groupe la Française et de Convictions AM. Diplômé de l'ESCP et de l'ITB, il a été responsable Financements (CEPME), directeur d'équipes de gestion (Fimagest, Barclays, Sarasin France), enseignant (masters de finance), et chercheur sur la finance responsable et le développement durable. Publications : Les déterminants récurrents de la formation des bulles financières (2004); Soutenabilité et crise globale (2012) ; Le XXI^e siècle sera coopératif ou ne sera pas (2014) ; Crise économique, complexité financière et responsabilité sociale (2003).

CONVICTIONS

Asset Management

15 bis rue de Marignan, 75008 Paris - Tél. : +33 (0)1 70 37 39 50 - Fax: +33(0) 1 42 25 51 18
e-mail : info@convictions-am.com. Agrément AMF : GP0800033 - RCS Paris B 494 909 906
www.convictions-am.com • http://twitter.com/convictions_am

Avertissement. Convictions AM est une marque déposée. Ce document est la propriété de Convictions AM. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de Convictions AM. La responsabilité de Convictions AM, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de Convictions AM. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement.