

## La tragédie de l'euro

Par Cécile Philippe

C'est le titre du livre du professeur d'économie Philipp Bagus et celui de la pièce qui se joue en ce moment dans la zone euro. Le prochain acte devrait aboutir à une renégociation du plan de sauvetage accordé à l'Irlande par l'Union Européenne (UE) et le Fonds Monétaire International (FMI) et en particulier à la révision à la baisse du taux d'intérêt – jugé « punitif » (5.8%) – demandé par ces institutions en échange d'un prêt de 85 milliards d'euros. Au coeur de l'intrigue se trouve le devenir de l'euro sur lequel planent les plus grandes incertitudes.

Comme Bagus l'explique dans son livre publié fin 2010, l'histoire de l'euro pourrait être courte tant cette monnaie fait l'objet d'un phénomène dévastateur pour sa conservation, celui de la pâture commune. Ce phénomène économique, décrit dès 1968 par Garrett Hardin, explique comment une ressource perd de sa valeur, voire disparaît du fait de sa surexploitation, lorsque des droits de propriété sont mal ou pas définis. Par exemple, le libre accès à une prairie commune conduit à sa sur-utilisation par des éleveurs ayant intérêt à y faire paître le plus grand nombre d'animaux. Faute d'assumer individuellement les conséquences de leurs actes, c'est-à-dire d'avoir à supporter le coût d'entretien et de réfection d'une prairie qui ne leur appartient pas, ils n'auront pas tendance à se comporter en investisseurs à long terme. C'est ainsi que rapidement la prairie, surexploitée, devient inexploitable pour la pâture.

### Perte de valeur de l'euro

Pour Bagus, l'euro subit malheureusement le même phénomène. Il est géré de manière à inciter les différents Etats membres de l'UE à adopter des comportements de cavalier seul diminuant in fine les qualités de la monnaie européenne. C'est ainsi qu'il se révèle que progressivement une réserve de valeur de piètre qualité. Il y a lieu de craindre que l'euro – qui a déjà perdu 1/5ème de sa valeur depuis sa création – ne soit plus à terme un intermédiaire d'échange efficace si ce phénomène de perte de valeur s'accélère. Or le Système monétaire européen (SME), avec son unique banque centrale (la BCE), permet justement aux divers Etats membres de l'Union de gonfler leurs dettes et déficits à coup de création monétaire, détériorant le pouvoir d'achat de l'euro.

Ce phénomène de pâture commune et de cavalier seul est nouveau. Avant la mise en place de l'euro, chaque pays de la zone euro gérait sa monnaie de façon relativement indépendante et pouvait ainsi en créer en fonction des objectifs politiques du moment. Pour autant, il existait une force de rappel. Au sein de la

communauté européenne, la Bundesbank allemande jouait le rôle de gendarme des monnaies. Son comportement moins inflationniste obligeait les pays plus laxistes à dévaluer régulièrement leur devise. La concurrence entre banques centrales permettait de réguler l'inflation au sein de l'Europe.

Ce système fonctionnait, mais il avait le défaut d'induire des variations de taux de change, présentées comme un frein aux échanges. Aussi, l'euro visait à atteindre la quadrature du cercle en empêchant à la fois fluctuations monétaires et apparition d'inflation. C'est en tout cas ainsi que la chose fut vendue.

### Une incitation perverse à s'endetter

La mise en place de l'euro fut une aubaine pour les Etats structurellement déficitaires comme la Grèce, l'Espagne ou le Portugal, qui eurent accès à des taux d'intérêt beaucoup plus faibles qu'auparavant. Bénéficiant de la bonne réputation que la rigueur allemande donnait à l'euro, ces pays ont pu s'endetter à des niveaux jusque là jamais atteints. C'est ce qui explique le gonflement de bulles immobilières. C'est aussi ce qui explique l'explosion de l'endettement public et les risques inflationnistes. En effet, lorsqu'un gouvernement fait du déficit, il émet des bons du trésor. Une part importante de ces bons, pouvant servir de garantie pour l'octroi de prêts à la BCE, est achetée par les banques.

Comme le décrit Bagus, « les banques créent de la monnaie via le système de réserve fractionnaires. Elles achètent alors les bons du trésor émis par le gouvernement et les utilisent pour se refinancer auprès de la BCE et obtenir ainsi de l'argent frais ». Ceux qui obtiennent les nouveaux prêts en résultant sont avantagés. Ils sont dans la position d'acquiescer des biens et des services à des prix inférieurs à ceux qui prévaudront une fois que la nouvelle monnaie créée sera diffusée dans l'économie et que les effets inflationnistes se seront fait sentir.

Les effets de la création monétaire ne se limitent donc pas aux bulles. La création monétaire entraîne une redistribution en faveur de ceux qui reçoivent la monnaie en premier, en l'occurrence les pays les plus déficitaires, au détriment des pays qui ne la reçoivent qu'après. Cela crée une incitation perverse à s'endetter le plus rapidement possible pour bénéficier d'avantages à court terme via un processus mettant à mal, à moyen terme, la valeur de la monnaie commune.

Cet enchaînement est d'autant plus pervers que les pays déficitaires perdent progressivement leur compétitivité sans possibilité de rééquilibrage via la

dévaluation de leur monnaie. Bagus montre qu'un pays comme la Grèce a maintenu grâce à l'euro des salaires et des allocations chômage trop importants, en creusant son déficit et en créant de la monnaie via la BCE. De même, il a fait croître son secteur public de façon presque incontrôlée. L'euro a permis le développement de ces déséquilibres et est aussi un frein à leur résorption.

Il faudrait que les salaires réels grecs puissent baisser pour redevenir compétitifs vis-à-vis d'autres pays comme l'Allemagne. Or cet ajustement est plus difficile dans le cadre d'une monnaie commune, puisqu'il passe par une baisse des salaires nominaux, là où les grecs avaient l'habitude dans le passé de dévaluer leur monnaie. L'euro contribue à emprisonner les travailleurs grecs, peu enclins aux changements, dans leur manque de compétitivité à long terme.

Les choses n'ont guère changé avec la crise financière. Certes, un certain nombre d'acteurs ont pris conscience du danger de la situation et des autorités de sauver coûte que coûte l'euro, quelles qu'en soient les conséquences. Mais la question de fond n'est pas de savoir s'il est encore possible de sauver l'euro, mais quel euro veut-on sauver. Le choix est plus que jamais entre réformes de fond ou inflation.

Cécile Philippe est directrice générale de l'Institut économique Molinari.

