

## L'Europe, nouvelle zone d'instabilité

La zone euro revient au centre des questions sur les marchés financiers. En cause : l'inflexion de la croissance pour un espace économique jusque-là attendu en rattrapage du cycle et – encore et toujours – la politique interne de l'Union Européenne.

### La BCE satisfaite des fondamentaux de la zone et pointe les incertitudes internationales

La tendance qui se dessinait au début du mois de mai se confirme. Les séries d'indicateurs avancés pour l'ensemble de la zone sont désormais en repli. Ce n'est qu'une inflexion dans un cycle de croissance, mais l'accélération continue est en tout cas cassée. Ce sont les poids lourds dont la vitesse se réduit : Allemagne et France, même si les économistes relèvent la bonne performance confirmée pour l'activité manufacturière à venir de notre côté du Rhin.

Il y a un peu de déception, car le retard du Vieux Continent par rapport aux États-Unis était de nature à justifier un élan qui se prolongerait. Cela posé, il est exclu de parler de baisse face à ce léger tassement du taux d'expansion qui est anticipé. Pourtant, un peu au-dessus de 54, l'indice PMI des directeurs d'achat (composite) est ramené à son niveau de début 2017. C'était la moyenne 2015.

Le dernier comité des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne a confirmé l'inflexion. Si les marchés financiers ont voulu surtout saluer la perspective d'une politique monétaire toujours très favorable à l'activité et à la valorisation des actifs,

l'institut d'émission a apporté un éclairage partagé : l'interne serait toujours en soutien au travers de cette stabilisation, alors que des facteurs internationaux pèsent.

La BCE invoque en « interne » des freins météorologiques, un certain retour à la normale des indicateurs avancés toujours dynamiques, des points sectoriels ou géographiques de blocage d'offre. En quelque sorte des éléments ponctuels qui ne remettent pas en question les scénarios sur fond de mix politique (taux, fiscalité) porteur. En revanche, la plus grande prudence des entreprises est attribuée aux incertitudes internationales : hausse des cours de l'énergie, érosion de la croissance mondiale, craintes de guerre commerciale ... Si le change n'est pas cité, la remontée du dollar de près de 7 % face à l'euro en quatre mois redonne de l'air.

### Des forces franchement divergentes pèsent sur les institutions européennes

Cette baisse de l'euro est largement due à l'écart de taux d'intérêt entre devises et au différentiel de croissance entre le Vieux continent et une Amérique dopée par le programme fiscal Trump. Elle corrige aussi un avantage compétitif donné aux compagnies américaines. Mais la politique a aussi repris ses droits pour peser sur la monnaie unique.

Empêtrées dans les négociations du Brexit – en particulier sur la question de la frontière en Irlande –, les institutions européennes doivent par ailleurs gérer sous la pression de forces franchement divergentes. D'un côté, les ambitions à caractère

plutôt fédéral affichées par le président français et la difficulté d'espérer obtenir la mise en place de mécanismes supranationaux de la part de la grande coalition en Allemagne. D'un autre, la rupture de modèle social entre les pays de l'Ouest et ceux d'Europe centrale, attisée par les réglementations migratoires. Enfin, la réticence du numéro trois, l'Italie (dont l'économie pèse 15,6 % de la zone euro) et les tensions en Espagne (10,3 %).

## La stabilisation en faux-semblant en Italie ne peut pas cacher le caractère inéluctable de la définition d'un nouveau modèle économique dans la zone euro

Derrière le feuilleton à l'italienne de la Présidence du conseil des deux dernières semaines, les caricatures sont tentantes. Elles peuvent l'être aussi face au faux suspense d'une motion de censure espagnole vis à vis d'un gouvernement pourtant minoritaire aux Cortes. Au-delà de péripéties locales, la stabilité est remise en cause par les populations.

Les marchés financiers ont cherché un soulagement dans la nomination d'un Président du conseil « technique » après le rejet par le Président de la République italienne d'un économiste « euro-réformateur » au ministère des Finances. Pourtant, les questions ne sont que reportées au débat électoral pour un scrutin général qui se tiendra sans doute au début de l'automne.

C'est le bilan des réformes imposées par l'Union Européenne, la BCE et le FMI de 2012 à 2016 sous les gouvernements Monti, Letta et (surtout) Renzi, qui est fermement contesté. L'Italie est un des grands perdants de la convergence née de l'instauration de l'euro et des lois travail de M. Renzi, qui ont, pour le moment, augmenté les contrats précaires, sont un peu le symbole des dégâts de la dévaluation interne menée sous la pression européenne (avec aussi le FMI). L'absence quasi-totale de solidarité en retour sur la question migratoire fait le reste pour que, d'une façon ou d'une autre un modèle différent soit proposé en Italie et, de fait, à l'ensemble de l'Union. Les déclarations de la semaine dernière de M. Conte, le Président du conseil pressenti quelques jours, n'annonçaient pas une rupture brutale dans ce cadre. Plutôt une évolution durable en contradiction avec le principe « d'union sans cesse plus étroite ». Une évolution assez inéluctable et dont le fameux ratio de déficit public rapporté au PIB fera inmanquablement les frais.

Les forces centripètes qui secouent le parlement espagnol sont d'une autre nature venant, à l'inverse, d'un des pays gagnants de l'instauration de l'euro. Mais c'est la primauté du local qui se manifeste et, finalement remet en cause la gestion « allemande » de la commission. C'est le local qui va cadrer en quelque sorte la banque centrale.

La stabilité de la zone est en tout cas bouleversée. Sans qu'une crise de l'euro apparaisse un scénario probable, l'Italie « tenant » en quelque sorte les instances de l'Union ou de l'euro à peu près dans tous les cas, une forte volatilité de l'économie et des marchés financiers se profile. Pour le moment, il n'y a rien d'excessif : par rapport au Bund allemand, 1,2 % de surplus de rendement (spread) pour l'emprunt espagnol et 2,3 % pour l'italien. On ne doit attendre des secousses plus brutales dans les mois qui viennent.