

La mesure du sentiment des marchés financiers, plus que jamais, c'est le spread italien

L'Europe a été au centre des inquiétudes dans la crainte d'une vague de remise en cause partielle ou totale des règles libérales de la mondialisation à la suite du référendum britannique du Brexit. La victoire de Donald Trump a entretenu cette impression de divorce entre les élites pro-business et pro mondialisation et des classes moyennes inférieures qui s'en sentent les victimes. La crainte de ce « populisme » suivant la terminologie des « classes d'en haut » et des médias en particulier, a atteint son paroxysme en début d'année en amont des élections néerlandaises et, surtout, françaises. Depuis le premier tour de la présidentielle, la visibilité politique est saluée, sur fond de nouveau modèle européen qui pourrait être défini par un accord franco-allemand passé à la suite de la reconduction jugée acquise de la chancelière d'Allemagne.

La grande attente pour la croissance : l'intégration fiscale et sociale en zone euro

L'espoir central concerne la fiscalité : une intégration européenne sur ce plan est nécessaire – indispensable – pour que le montage de l'euro ne tourne pas à la comédie de crises répétées. On a souvent dit que le péché originel de la monnaie unique est d'avoir imaginé que sa seule création allait précisément contraindre les pays membres à aligner leurs droits fiscaux et sociaux. Il n'en a rien été et, au

contraire, l'euro a été utilisé comme base pour une concurrence interne au sein de la zone monétaire, sur fond de dumping fiscal et social.

La situation est ce qu'elle est et toute convergence renforcerait les positions acquises. Cela n'irait pas si mal aux Allemands et aux Français. Les deux dominants (50 % de l'économie euro) ne sont pas les perdants de l'Union monétaire. Depuis 1999, le produit intérieur brut allemand par habitant s'est gonflé de 80 % et le français de 70 % (parités de pouvoir d'achat).

Bien sûr, au-delà de la tendance moins différente qu'on ne le croit souvent, les fondamentaux des deux pays, et donc des deux économies, ne sont pas les mêmes. Le point crucial est la démographie et il a comme conséquence des choix différents et quelquefois opposés en matière de finances publiques. Au-delà des questions de déficit ou d'endettement, les démographies opposées et l'histoire récente (l'intégration des populations de la RDA) expliquent aussi les écarts en matière de droit social.

On en revient au grand espoir européen suscité par un tandem Macron-Merkel. La loi travail qui doit être promulguée par ordonnance dans les semaines qui viennent se veut un geste de convergence. Elle devrait, dans des proportions qui restent à fixer, restaurer des conditions concurrentielles entre les deux économies. On est là dans une initiative purement française. L'intégration fiscale sera une autre affaire et sa réussite demandera une action de la part des deux gouvernements. Une action à la fois innovante, énergique et courageuse, pour imposer ensuite un vrai cadre en la matière à l'ensemble des pays adhérents à l'euro.

Pas de zone euro sans une Italie convaincue de ses bienfaits

Les scénarios optimistes pour l'Europe et même au niveau mondial avec notre zone monétaire, qui pourrait s'imposer comme un moteur de la croissance mondiale derrière les États-Unis et les grands émergents, reposent sur cette anticipation de révolution dans la construction européenne.

Les conditions politiques franco-allemandes n'ont pas été aussi porteuses depuis longtemps. Le regain conjoncturel, certes modeste, est un élément porteur qui peut faire passer des pilules amères, comme le nouveau matraquage fiscal qui se profile en France. On a envie d'y croire et on peut y croire.

Mais 50 % de l'économie de l'euro ce n'est pas 100 %. L'ambition franco-allemande va devoir recevoir le support de pays qui ont des situations et des ambitions bien différentes. Mais ils n'ont pas tous la même taille et, de fait, pas la même importance dans la démarche. La problématique n'est pas compliquée à comprendre : la clé va être l'Italie.

C'est le troisième grand de la zone euro (et bientôt de l'Union Européenne) avec une contribution à la création de richesse de 16 % du total. C'est un membre fondateur et l'ode permanente au « couple franco-allemand » ne peut faire oublier que c'est le Traité de Rome qui a fondé l'Europe unie il y a 60 ans. Faire évoluer le cadre aussi fortement qu'on espère voir Mme Merkel et M. Macron le définir se fera avec l'Italie ou ne se fera pas.

La situation institutionnelle est loin d'être aussi claire que des deux côtés du Rhin. Avec le rejet du référendum constitutionnel proposé par le président du Conseil Matteo Renzi en décembre dernier, l'Italie a choisi de conserver ses contre-pouvoirs, basés sur un bicamérisme absolu. Le pays n'aura pas de gouvernement central au pouvoir absolu donné par une majorité parlementaire ou par une coalition comme c'est le cas en France ou en Allemagne. Les élections à l'Assemblée Nationale qui seront convoquées au plus tard en mai prochain se tiendront sous la forme d'un scrutin proportionnel « à l'allemande », ce qui signifie que la probabilité d'une majorité absolue donnée à un parti n'est pas la plus forte. Et les conditions d'une coalition entre le parti démocrate de l'ancien Premier ministre Renzi, Forza Italia de Sylvio

Berlusconi, la Ligue du Nord et le mouvement dit populiste 5 étoiles, ne s'annoncent pas évidentes.

Le futur Président du Conseil – même si M. Renzi est favori – devra trouver des arguments pour faire accepter les projets d'intégration financière et sociale franco-allemande. Il a pour lui une situation budgétaire qui n'est pas si mauvaise : les finances publiques sont en excédent primaire (avant le service de la dette), mais, justement la dette se monte à 1,3 fois le produit intérieur brut. Le système financier est en voie d'assainissement, mais c'est au prix d'aides publiques données en contradiction avec les règles européennes. Il devra surtout montrer aux Italiens que la nouvelle étape de construction européenne peut leur apporter quelque chose. Le bilan n'est pas fâmeux au-delà des retombées sur l'immigration de masse de la politique catastrophique de l'Union Européenne en Libye. Les efforts - le Budget, mais aussi le job act qui est un peu le modèle pour les ordonnances travail à venir en France- n'ont pas vraiment payé. Par rapport à 1999, le PIB par habitant est en baisse. Les Italiens ne sont pas les gagnants. Pour qu'ils acceptent d'aller plus loin il faudra leur donner de vrais gages.

L'indicateur de la peur : le spread italien est à l'orange

Les espoirs que suscite cette intégration européenne sont tels qu'une déception serait particulièrement destructrice. En tout cas, les marchés financiers n'y sont pas préparés. C'est pour cela que l'indicateur à suivre – le vrai indice de la peur dans une période de mesures de volatilité très basses - est et va être l'écart entre le rendement du Bund allemand et celui de l'emprunt d'État italien. Ce spread, aujourd'hui un peu inférieur à 1,80 % pour l'échéance à 10 ans, se maintient au-dessous de 2 % depuis la fin avril. Il est cependant dans des niveaux historiquement élevés, qui correspondent à ceux de la sortie de crise en 2014. Il avait touché un point bas en 2015, autour de 1 % au premier et au dernier trimestre de ce millésime. C'est dire qu'on n'est pas dans le rouge, mais que les feux orange sont allumés. Pour l'ensemble de la zone euro.