

## Trêve estivale et après ?

### *La carotte et le bâton.*

Après quelques semaines des plus incertaines, les investisseurs ont salué les promesses de la BCE de la fin juillet. Mais combien de temps patienteront-ils avant d'exiger que ces promesses soient suivies d'actions concrètes et que nous réservent ces fameuses actions ? En conditionnant les achats de titres souverains espagnols et italiens à la demande préalable d'aide du FESF par les pays concernés, les dirigeants européens persisteraient sur la voie de l'enlisement dans laquelle ils se sont embourbés depuis maintenant plus de deux ans et qui entraîne naturellement dans son sillage un nombre croissant d'économies de la région dans ses abysses. Or rien ne laisse préjuger qu'il en sera autrement.

**« La BCE fera tout pour sauver l'euro et croyez-moi ce sera suffisant »**

M. Draghi, Londres, 26 juillet 2012

Au contraire de ce que beaucoup redoutaient, l'été s'est finalement écoulé dans le calme. Les élections grecques du 17 juin n'ont pas propulsé le pays aux portes de la zone euro ; le couple franco-allemand n'a pas volé en éclats et les taux d'emprunt de l'Espagne et de l'Italie n'ont pas franchi les seuils fatidiques à partir desquels ces pays auraient été totalement paralysés. La propagation de la crise souveraine à ces deux grandes économies du sud de la zone euro n'a d'ailleurs pas eu que des conséquences négatives. En détournant l'attention du cas grec, la montée des tensions en Italie et en Espagne a permis d'offrir au nouveau gouvernement Samaras le répit indispensable pour tenter d'élaborer une stratégie viable pour le maintien de son pays dans la zone euro. La gouvernance de la Grèce en sort renforcée et la réouverture du dialogue avec ses partenaires européens la semaine dernière s'est effectuée dans un cadre incontestablement plus apaisé que durant le printemps. L'énormité du risque encouru par la zone euro en cas de pourrissement des situations espagnole et italienne a, par ailleurs, imposé une clarification d'urgence de la part des dirigeants européens. La tâche a été accomplie par Mario Draghi le 26 juillet avec cette réplique choc du Président de la BCE lors d'une conférence auprès d'investisseurs : « La BCE fera tout pour sauver l'euro et croyez-moi ce sera suffisant ».

Douchés par les craintes extrêmes du début de l'été, les marchés ont salué ces échappatoires temporaires. Ignorant superbement les statistiques de mauvais augure venues valider le diagnostic de récession de la zone euro (voir à ce sujet « Récession nul n'y échappe, pas même l'Allemagne » du **XX** juillet), l'Euro Stoxx 50 s'est adjugé une progression de 12% au cours du mois écoulé, les bourses italiennes et espagnoles se sont octroyées un rebond de plus de 20 % et l'euro, tombé à moins

de 1.21\$ le 24 juillet, a clôturé au-delà de 1.25 \$ vendredi dernier. M. Draghi a incontestablement de quoi être satisfait du succès de sa communication.

### Et maintenant ?

Si les gages donnés par M. Draghi ont jusqu'à présent suffi à apaiser les esprits, nul n'est besoin d'être grand clair pour anticiper que les investisseurs ne patienteront pas longtemps avant d'exiger que ces promesses soient suivies d'actions concrètes, à savoir, sous une forme ou sous une autre, d'achats de titres des dettes souveraines espagnole et italienne suffisants pour permettre un abaissement notable du coût de financement de ces deux pays. Avec des économies en décroissance et un niveau d'endettement supérieur à 70 % du PIB dans le cas espagnol et à 120 % dans celui de l'Italie, **le renchérissement des conditions de financement est en effet une source de tensions intarissable qu'aucune politique d'austérité immédiate ne peut espérer déjouer, bien au contraire.** Les investisseurs l'ont bien compris à en juger par l'exacerbation des tensions qui a suivi l'annonce du nouveau plan draconien de restriction budgétaire du gouvernement Rajoy de la mi-juillet. Dans le contexte d'une économie exsangue, il n'a pas fallu longtemps, en effet, pour que ce qui était présenté comme le gage d'une bonne gestion des finances du pays, soit perçu comme un facteur additionnel de dépression de l'économie espagnole et, de facto, comme une nouvelle source de difficultés de financement à terme (voir à ce sujet « Espagne : spirale à la grecque »).

**Mettre un terme à cette spirale est un préalable indispensable à toute atténuation de la crise souveraine qui devra passer par une baisse significative des taux de emprunt et un allongement indispensable du calendrier des engagements de réduction des déficits des pays de la zone euro.** Or, en dépit des bonnes intentions affichées, nous n'en sommes pas là. Non seulement la BCE n'a communiqué aucun montant ni calendrier sur ses intentions d'achats de titres mais elle a jusqu'à présent entretenu un vaste flou sur la conditionnalité de telles actions. En exigeant du pays concerné qu'il fasse au préalable une demande d'aide du FESF, impliquant de nouvelles mesures d'ajustement structurel, ce qu'il faut comprendre dans le langage européen comme des mesures additionnelles d'austérité, les dirigeants européens persisteraient sur la voie de l'enlisement dans laquelle ils se sont embourbés depuis maintenant plus de deux ans et qui par nature entraîne un nombre croissant d'économies de la zone euro dans ses abysses. Rien ne laisse préjuger aujourd'hui que tel ne sera pourtant pas la préférence à ce stade des dirigeants européens...

Véronique Riches-Flores  
[veronique@richesflores.com](mailto:veronique@richesflores.com)