



Publié sur *Le Cercle Les Echos* (<http://lecercle.lesechos.fr>)

Les courtes vacances de l'Europe

(par Nouriel Roubini) - Depuis novembre dernier, la Banque Centrale Européenne, sous son nouveau président Mario Draghi, a réduit ses taux directeurs et a entrepris deux injections de plus de 1 trillion d'euros de liquidité dans le système bancaire de la zone euro.

NEW YORK - Ceci a conduit à une réduction provisoire des contraintes financières qui pesait sur les pays mis en danger par dette sur la périphérie de la zone euro (Grèce, Espagne, Portugal, Italie, et Irlande). Cela a brusquement réduit le risque d'une panique des liquidités dans le système bancaire de la zone euro et a réduit les coûts de financement insoutenables de l'automne dernier de l'Italie et de l'Espagne.

En même temps, une cessation de paiement technique par la Grèce a été évitée et le pays a mis en application une restructuration réussie - bien que coercitive - de sa dette publique. Un nouveau contrat fiscal - et des nouveaux gouvernements en Grèce, en Italie, et en Espagne - ont stimulé un espoir d'engagement crédible dans l'austérité et la réforme structurelle. En outre, la décision de combiner le nouveau fonds de renflouement de la zone euro (le Mécanisme européen de stabilité) avec l'ancien (le Fonds européen de stabilité financière) a augmenté de manière significative la taille du pare-feu de la zone euro.

Mais la lune de miel avec les marchés qui en découlait a finalement tourné court. Les différentiels de taux d'intérêt pour l'Italie et l'Espagne augmentent encore, alors que les frais d'emprunt pour le Portugal et la Grèce sont restés élevés pendant toute cette période. Et inévitablement, la récession sur la périphérie de la zone euro est s'accroît et se déplace vers le noyau, à savoir la France et l'Allemagne. En effet, la récession empirera tout au long de cette année, pour de nombreuses raisons.

D'abord, l'austérité fiscale de début de période - bien que nécessaire - accélère le ralentissement économique, alors que des dépenses publiques plus élevées et des paiements de transfert réduisent le revenu disponible et la demande globale. D'ailleurs, comme la récession s'aggrave, causant des déficits financiers encore plus forts, une autre étape d'austérité sera nécessaire. Et maintenant, grâce au contrat fiscal, même le noyau de la zone euro devra adopter l'austérité de récession en début de période.

D'ailleurs, alors que l'Allemagne hyper-concurrentielle peut résister à un euro à 1,30 dollar voire même plus fort, pour la périphérie de la zone euro où les coûts de main-d'œuvre ont augmenté de 30 à 40% pendant la dernière décennie, la valeur du taux de change devrait chuter vers la parité avec le dollar des Etats-Unis pour retrouver la compétitivité et l'équilibre externe. Après tout, avec un désendettement douloureux - dépenser moins et économiser davantage pour réduire les dettes - ce qui diminue les demandes nationales privée et publique, le seul espoir de reconstituer la croissance est une amélioration de la balance commerciale, ce qui nécessite un euro beaucoup plus faible.

En attendant, le resserrement de crédit dans la périphérie de la zone euro s'intensifie : grâce aux prêts bon marché à long terme de la BCE, ces banques n'ont pas à présent de problème de liquidité, mais elles sont en revanche touchées par un important manque de capital. Confrontées à la difficulté de répondre à leur exigence de ratio de fonds propres de 9%, elles réaliseront leur objectif en vendant des capitaux et en diminuant le crédit - ce qui n'est pas exactement le scénario idéal pour la reprise économique.

Pour noircir encore le trait, la zone euro dépend encore plus des importations de pétrole que les États-Unis et les prix du pétrole augmentent, alors même que les circonstances et l'environnement politiques se détériorent. La France élira peut-être un Président qui s'opposera au contrat fiscal et dont la politique peut effrayer les marchés obligataires. Les élections en Grèce - où la récession se transforme en dépression - peuvent donner 40 à 50% des voix aux partis qui favorisent une cessation de paiement immédiate et une sortie de la zone euro. Les électeurs irlandais peuvent rejeter le contrat fiscal par référendum. Et il y a des signes d'austérité et fatigue de la réforme en Espagne et en Italie, où les manifestations, les grèves et le ressentiment populaire grondent contre la douloureuse austérité.

Même les réformes structurelles qui augmenteront par la suite la croissance de productivité peuvent causer à court terme une récession. La flexibilité croissante du marché du travail, en réduisant les coûts de licenciements des ouvriers, conduiront - à court terme - à plus de licenciements dans les secteurs public et privé, aggravant ainsi la chute des revenus et de la demande.

En conclusion, après un bon début, la BCE a maintenant mis en attente le stimulus monétaire supplémentaire dont la zone euro a besoin. En effet, les représentants de la BCE commencent à s'inquiéter à grand bruit de l'augmentation de l'inflation due au choc pétrolier.

L'ennui est que la zone euro dispose d'une stratégie d'austérité mais d'aucune stratégie de croissance. Et, sans cela, tout ce dont elle dispose consiste en une stratégie de récession qui rend autodestructrices la réforme et l'austérité. Car si le rendement continue de diminuer, les ratios de déficit et la dette continueront d'augmenter vers des niveaux insoutenables. En outre, les réactions politiques et sociales deviendront finalement écrasantes.

C'est pourquoi les écarts de taux d'intérêt dans la périphérie de la zone euro s'accroissent encore aujourd'hui. Les pays de la périphérie souffrent de graves déséquilibres de stock et de flux. Les déséquilibres de stock comprennent une forte dette publique et privée en augmentation par rapport au PIB. Les déséquilibres de flux comprennent une récession qui s'accroît, une perte massive de compétitivité extérieure et de grands déficits extérieurs que les marchés sont maintenant peu disposés à financer.

Sans une politique monétaire beaucoup plus souple et moins d'austérité fiscale en début de période, l'euro ne s'affaiblira pas, la compétitivité externe ne sera pas restaurée et la récession s'accroîtra. Et sans reprise de la croissance - pas dans les années à venir, mais

en 2012 - les déséquilibres de stock et de flux deviendront bien plus insoutenables. Plus de pays de la zone euro seront forcés de restructurer leurs dettes et par la suite certains décideront de sortir l'union monétaire.

Nouriel Roubini

URL source: <http://lecercle.lesechos.fr/economistes-project-syndicate/nouriel-roubini/221145648/courtes-vacances-leurope>