

LE THÈME DU MOIS

L'Europe à la croisée des chemins en matière de politiques publiques

DIDIER BOROWSKI, Responsable Global Views

Finalisé le 07/01/2020

L'essentiel

Le nouveau leadership européen (à la tête de la Commission européenne et de la BCE), combiné à **des taux d'intérêt réels historiquement faibles**, constitue une **opportunité pour repenser** les priorités de façon à relever les nombreux défis en présence (économique, financier, environnemental et sécuritaire). **Sur le plan économique, renforcer l'Europe et améliorer sa compétitivité, c'est relever tous ces défis simultanément.**

À l'échelle de la politique économique, il faut inévitablement repenser l'articulation entre le monétaire et le budgétaire. Mais ce n'est pas suffisant. Le *policy mix* expansionniste doit s'accompagner d'une amélioration de l'architecture financière. C'est un prérequis pour pouvoir faire face aux inévitables chocs macrofinanciers que le futur nous réserve. Nous identifions en particulier deux piliers sur lesquels les autorités européennes devraient pouvoir agir significativement en 2020-21 : l'union des marchés des capitaux et les règles budgétaires. Dans ces conditions, les voix de Christine Lagarde et d'Ursula von Der Leyen (respectivement présidentes de la BCE et de la Commission) sont très attendues.

À l'échelle internationale, l'Europe est une région qui peine à s'imposer, notamment face aux deux géants que sont les États-Unis et la Chine. À tous les niveaux, l'Union européenne (UE) doit donc impérativement se renforcer : politique/diplomatique, sécurité/défense, architecture financière, développement des hautes technologies, financement de la transition énergétique etc.

Le nouveau leadership européen (à la tête de la Commission européenne et de la BCE), combiné à **des taux d'intérêt réels historiquement faibles**, constitue une **opportunité pour repenser** les priorités de façon à relever les défis en présence :

- **Un défi économique :** la combinaison d'une faible croissance potentielle et de dettes publiques et privées élevées assombrit les perspectives de moyen et long-terme. Certes cela ne concerne pas seulement l'Europe. Mais des réformes structurelles y sont toujours nécessaires. Par ailleurs, l'une des priorités constituera à drainer l'épargne (très abondante) vers des projets d'investissement porteurs d'avenir.
- **Un défi financier :** l'Europe des capitaux demeure encore trop fragmentée ; d'une part, l'Europe est trop bancarisée et, d'autre part, les investissements transfrontaliers au sein de la zone sont nettement insuffisants (l'épargne circule mal entre le nord et le sud), ce qui limite la résilience de la zone euro (ZE) en cas de choc asymétrique. Par ailleurs, les banques sont encore trop sensibles à leur propres titres souverains détenus dans leur bilan (« *doom loop* »).
- **Un défi environnemental :** la « demande sociale » en la matière est très élevée comme en témoigne la percée des Verts aux dernières élections européennes. Il y a un sentiment d'urgence qu'il faut adresser. La Commission est prête à s'engager. La BCE se dit prête à l'y aider. Tous les leviers devront être mobilisés pour relever ce défi (investissements, fiscalité, réglementation).
- **Un défi sécuritaire :** les foyers de tensions sont multiples. Rien de nouveau si ce n'est que cette situation va perdurer, *a fortiori* si Donald Trump est réélu président en novembre 2020. L'Europe devra se doter d'une défense crédible – ce qui passe par des investissements accrus en matière de technologie et de sécurité – et à l'accroissement de l'incertitude qui résulte des tensions entre ces deux blocs.

Sur le plan économique, renforcer l'Europe et améliorer sa compétitivité, c'est relever tous ces défis simultanément.

Comme le remarquait déjà Kennedy il y a près de 60 ans, c'est en effet quand il fait beau qu'il faut s'occuper de refaire la toiture¹. Or les nuages s'accumulent. L'incertitude sur le devenir de l'Europe pèse sur la confiance. Rétablir la confiance est une condition *sine qua non* de l'investissement. La « maison Europe » pourra faire face à une averse (i.e. à une récession modérée), mais est encore trop démunie (niveaux de fragmentation économique, financière et réglementaire trop élevés, politiques budgétaires non coordonnées, politique monétaire qui touche à ses limites) pour faire face à une tempête (récession et/ou crise financière sévère). Sans compter – même si c'est un autre débat – qu'elle est encore impuissante sur le plan militaire (notamment en comparaison des États-Unis et de la Chine).

À l'échelle de la politique économique, il faut inévitablement repenser l'articulation entre le monétaire et le budgétaire. Mais ce n'est pas suffisant.

Le fardeau de la stabilisation macroéconomique ne peut reposer sur la seule banque centrale. Les taux d'intérêt négatifs et les achats de titres par la BCE fragilisent le système financier, avec un impact économique de plus en plus douteux.

La politique budgétaire peut contribuer à stimuler l'investissement car la contrainte de la dette est naturellement allégée par la baisse des taux d'intérêt, ce qui augmente les marges de manœuvre. **Mais la dette publique est déjà trop importante dans de nombreux pays.** C'est donc à juste titre que l'attention se focalise sur les États de la ZE qui ont les moyens d'agir (l'Allemagne au premier chef). **Toutefois la politique budgétaire ne constitue pas l'alpha et l'oméga de la capacité de stabilisation en Europe.** Et ce n'est certainement pas par la seule politique budgétaire que les autorités européennes pourront améliorer la compétitivité européenne.

Il ne s'agit pas uniquement d'accroître la compétitivité externe. Il s'agit surtout d'améliorer l'attractivité pour les investissements. **La ZE est pénalisée par une architecture financière trop fragile aux yeux de nombreux investisseurs étrangers.** Il s'ensuit une forme de prime de risque politique sur les actifs européens (touchés davantage par la défiance dès que les conditions globales se détériorent).

Le policy mix expansionniste doit s'accompagner d'une amélioration de l'architecture financière. On évoque souvent la nécessité d'un budget fédéral, qui va de pair avec celle de créer un actif sûr (*safe haven*) européen. Ces progrès sont essentiels pour la stabilité à long terme de l'union monétaire. Ceci dit, il faut être réaliste, les États européens ne sont pas encore prêts à franchir cette étape; cela ne pourra être que l'aboutissement d'un processus d'intégration financière plus poussé.

La ZE bénéficie d'un excès d'épargne et d'un déficit d'investissement. Améliorer la circulation de l'épargne au sein de la zone est une priorité. **Les ménages ont une allocation qui ne correspond plus à la nouvelle donne financière.** Les placements sont excessivement investis sur des titres de dette. Pour y remédier, il conviendra de renforcer l'éducation financière des épargnants et de les inciter à diversifier leur épargne vers des actifs risqués, notamment avec des investissements transfrontaliers européens.

La ZE est encore trop bancarisée : il faut faciliter l'accès des PME au marché des capitaux. Et ce d'autant que les banques sont, quant à elles, fragilisées par la faiblesse des taux d'intérêt, et par la détention de leur propre souverain.

En attendant, toutes les réformes visant à améliorer la résilience de la ZE, contribueront à améliorer son attractivité et sa compétitivité. Les besoins et défis de l'Europe sont clairement identifiés. Il y a une prise de conscience des autorités sur la nécessité d'agir, mais encore un manque d'accord sur les moyens à mettre en œuvre, notamment entre l'Europe du Nord et celle du Sud. Une étroite concertation s'impose pour trouver un compromis. Il faut en outre trouver des voix qui incarnent l'Europe et son destin sur la scène internationale. Les voix de Christine Lagarde et d'Ursula von Der Leyen (respectivement présidentes de la BCE et de la Commission) sont très attendues. Nous identifions deux piliers sur lesquels les autorités européennes devraient pouvoir agir significativement en 2020-21 : l'union des marchés des capitaux et les règles budgétaires.

L'union du marché des capitaux (UMC) est un prérequis

Les travaux empiriques montrent que le partage des risques (*risk sharing*) – bien davantage que l'intégration fiscale et budgétaire – est ce qui permet à l'économie américaine d'absorber les chocs, notamment quand ces derniers sont asymétriques. En particulier, on note que la résilience de l'économie américaine vient du fait que les entreprises se financent davantage sur les marchés; l'économie américaine se trouve ainsi moins sensible à un choc bancaire.

- L'existence d'un système financier plus intégré augmente la résilience du système face aux chocs. **Plus les risques seront répartis sur le plan géographique, plus grande sera la stabilité de l'union.** L'idée est simple :

¹ "The time to repair the roof is when the sun is shining" (J-F. Kennedy, Discours sur l'Etat de l'Union, 11 janvier 1962)".

- Si un pays entre en récession, mais que les ménages et les entreprises de ce pays reçoivent des dividendes et des revenus d'intérêt d'autres pays qui ne sont pas en récession, ces revenus contribueront à stabiliser le pays en récession.
- Il en va de même lorsque le secteur bancaire d'un pays est touché par une crise et doit limiter la distribution de crédits au secteur privé. L'accès au financement sera beaucoup plus facile si les ménages et les entreprises ont accès aux banques et aux investisseurs des pays qui ne sont pas en crise ;
- Le partage des risques n'est actuellement pas assuré par le biais des marchés des capitaux. Pour ce faire, il faut favoriser la détention croisée d'actifs des autres pays de la ZE.
- Les règles fiscales sont encore trop complexes pour procéder à des opérations transfrontalières, et les procédures nationales d'insolvabilité sont trop hétérogènes.

Les avantages de l'UMC sont encore très mal compris du grand public et l'action en ce domaine bénéficie donc de peu de soutien dans l'opinion. Mais cela ne devrait pas empêcher les autorités d'agir.

Repenser les règles budgétaires

Il s'agit d'un point très sensible pour la nouvelle Commission européenne. Car les États Européens n'ont jamais observé les règles du pacte de stabilité et de croissance. Les pays du cœur de la zone euro ont d'ailleurs été les premiers à donner le mauvais exemple. Plus de vingt ans après la naissance de l'euro, il existe désormais un quasi-consensus sur la nécessité de fonder de nouvelles règles plus crédibles, pour les raisons suivantes :

1. Les règles sont devenues trop complexes, ce qui a *de facto* nui à leur efficacité ;
2. Le cadre est devenu plus opaque au fil du temps : de nombreux indicateurs au cœur de l'approche ne sont pas directement observables (*output gap*, solde budgétaire structurel) et font l'objet de débats sans fin chez les économistes.
3. Le partage des rôles entre la Commission (initialement chargée l'analyse juridique et économique) et le Conseil (organe politique) est devenu moins net au fil du temps. La Commission joue désormais un rôle clé en ce qui concerne l'imposition de sanctions, ce qui n'est probablement pas souhaitable.
4. Les sanctions n'ont pas fonctionné. Or un cadre budgétaire sans aucun mécanisme de correction n'est pas crédible.

Le cadre actuel résulte d'un empilement de réformes qui ont au fil des ans augmenté la complexité des règles. Il est frappant de constater que les règles sont devenues davantage pro-cycliques. Les premiers éléments de flexibilité et de corrections conjoncturelles ont été introduits avant la France crise financière, lorsque l'économie de la zone euro était en bonne santé, mais le cadre a été renforcé durant la crise. Puis des nouveaux éléments de flexibilité ont été ajoutés depuis la crise des dettes souveraines avec à la clé un assouplissement des objectifs budgétaires. Ceci résulte de la pro-cyclicité sous-jacente des politiques budgétaires dans la ZE et souligne la difficulté d'appliquer un cadre fiscal supranational. Le Pacte de stabilité et de croissance est le résultat d'un compromis politique entre les États membres. **Dans le nouveau contexte macrofinancier, il appartiendra à la Commission de travailler sur un nouveau compromis qui améliore la gouvernance de l'union monétaire, sans remettre en cause l'existence de règles.** L'adhésion démocratique à ces règles viendra de leur caractère stabilisateur en cas de crise.

Conclusion

En définitive, l'Europe, et plus particulièrement la zone euro nous semble parée pour faire face à une « petite » récession, via une combinaison de politique monétaire et politiques budgétaires accommodantes. Toutefois, pour éviter un dérapage budgétaire durable, il est essentiel d'ancrer la crédibilité des actions budgétaires par règles claires et contra-cycliques. Ce qui signifie que dans les périodes d'expansion, les dépenses devront être davantage contraintes.

En revanche, pour contrer une « grande crise » ou une récession très sévère, l'architecture financière de la zone est encore insuffisamment consolidée. C'est à cette tâche que les autorités européennes doivent désormais s'atteler ; non pas tant parce qu'une crise s'annonce que parce que la résilience d'une région est un élément fondateur de la confiance.

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition de « investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - Andriy Onufriyenkol

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Directrice de la Recherche

Rédacteur en chef adjoint

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoît, équipe de Recherche