

LE THÈME DU MOIS
Questions-réponsesSpécial
Europe

Les réponses à vos questions

par l'Équipe de Recherche Globale

En complément de l'étude Spécial Europe, nous tentons de répondre à certaines des questions clés fréquemment posées.

Q1. Élections en Allemagne : que peut-on espérer ?

À moins d'un mois des élections législatives (le 26 septembre), absolument rien n'est joué. Les Verts ont gagné du terrain, mais aucun parti ne semble en mesure d'obtenir une majorité au Bundestag. Une coalition de trois partis sera probablement nécessaire pour former une majorité. À ce stade, la question majeure est de savoir si les conservateurs feront partie ou non de cette future coalition.

Aucun candidat n'est pressenti comme le successeur naturel d'Angela Merkel. Le plus populaire pour lui succéder est Olaf Scholz, l'actuel ministre social-démocrate des finances. Précisons néanmoins que le chancelier n'est pas élu au suffrage direct mais nommé par le Parlement. Armin Laschet, président de la CDU, bien que moins expérimenté, devrait obtenir un plus grand nombre de voix au Bundestag et a donc plus de chances de succéder à Angela Merkel qu'Olaf Scholz ou encore Annalena Baerbock, la candidate des Verts.

À ce jour, les deux scénarios les plus probables qui se dessinent sont les suivants : (i) une coalition dite Jamaïque (rassemblant le noir des conservateurs, les Verts et le jaune des libéraux) ; ou (ii) une coalition entre les Rouges, les Verts et les libéraux. Une coalition « de gauche » rouge-vert-gauche est beaucoup moins probable.

Il faudra probablement du temps pour former une nouvelle coalition. Rappelons qu'après les élections de septembre 2017, il a fallu plus de quatre mois pour parvenir à un « contrat de coalition » entre la CDU et le SPD et un autre

mois pour le faire ratifier par le SPD, ce qui ne s'était pas produit en Allemagne depuis la Seconde Guerre mondiale !

Par ailleurs, les Européens se font trop d'illusions sur la capacité des Allemands à changer de stratégie après une élection. En Allemagne, les décisions importantes sont prises par consensus, et tout changement doit renforcer sans ambiguïté la stabilité du pays pour être approuvé. De même, les changements majeurs sur le plan européen doivent être adoptés par les deux chambres du Parlement (le Bundestag et le Bundesrat). Le SPD et les Verts sont assurément favorables à l'idée d'une plus grande solidarité financière en Europe, ce qui plaide en faveur d'un plus grand partage des risques au sein de l'UE. Mais la participation des Verts à une coalition ne changerait pas radicalement la donne, étant donné qu'ils se sont rapprochés du centre. Quant aux libéraux, ils ont une position notoirement plus dure sur le partage des risques financiers.

En résumé, les élections du 26 septembre constituent certes une étape importante pour l'Allemagne (avec la fin de l'ère Merkel) mais elles ne devraient pas entraîner de grand bouleversement, ni en termes de politique économique, ni même au niveau des institutions européennes. Accessoirement, la doctrine allemande sur les nouvelles règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance pourrait évoluer en fonction de la coalition au pouvoir et du nouveau chancelier.

Q2. Banques centrales : que faire ensuite ?... Attendre !

Pour la Fed et la BCE, les termes du débat ont peu changé depuis juin. S'il est vrai que les prévisions d'inflation pour 2021-2022 ont été revues à la hausse aux États-Unis et dans la zone euro, globalement, la Fed et la BCE continuent de considérer l'accélération de l'inflation comme un phénomène temporaire.

À la suite de leur revue stratégique, leurs fonctions de réaction ont changé. Les deux banques centrales sont en mesure de justifier une politique monétaire plus accommodante que lors des reprises passées, du moins tant que les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées.

Elles sont davantage préoccupées par l'activité économique que par l'inflation, avec la possibilité d'un ralentissement prématuré de la croissance, en raison d'une résurgence de la pandémie. La croissance mondiale est d'ailleurs en perte de vitesse. Aux États-Unis, la réunion de Jackson Hole a confirmé les attentes : la Fed commencera à réduire ses dépenses avant la fin de l'année, mais de manière progressive. Son objectif est de diminuer le degré d'assouplissement monétaire à mesure que l'écart de production américain se résorbe. Mais la Fed entend en même temps dissocier le *tapering* des relèvements de taux. Elle ne

Aucun parti ne semble en mesure d'obtenir une majorité au Bundestag

La Fed et la BCE continuent de considérer l'accélération de l'inflation comme un phénomène temporaire

LE THÈME DU MOIS
Questions-réponsesSpécial
Europe

souhaite clairement pas durcir les conditions monétaires et financières. Elle a tiré les leçons du *taper tantrum* de 2013 et de son impact sur les marchés. D'où sa communication particulièrement prudente.

Dans la zone euro, les termes du débat diffèrent quelque peu : tout d'abord, parce que l'économie est globalement moins avancée dans le cycle en zone euro qu'aux États-Unis ; ensuite, parce que les pressions inflationnistes y sont également moins fortes ; enfin, parce que les programmes d'achat d'actifs sont calibrés selon des critères différents. Le PEPP a notamment été conçu comme un programme d'urgence, directement lié à la pandémie et à son impact sur l'économie. Du fait de l'incertitude concernant le Covid et le variant Delta, la BCE devrait se montrer plus prudente à court terme. Le PEPP est maintenu jusqu'en mars 2022, et il peut sembler prématuré pour la BCE de préciser ce qu'elle fera ensuite. Elle voudra probablement se laisser le choix entre plusieurs options (comme une extension du PEPP si la situation sanitaire l'exige). Toutefois, la baisse des émissions souveraines attendue l'année prochaine devrait permettre à la BCE de réduire ses achats de titres en 2022 sans provoquer un durcissement des conditions

financières. D'une manière ou d'une autre, la BCE parviendra à justifier un rééquilibrage de son programme d'achats de titres afin de procéder à un *tapering* en douceur. La fragmentation financière demeure élevée dans la zone euro et il est essentiel de maintenir des conditions financières accommodantes pour compléter le fonds de relance NGEU. La perspective d'une hausse des taux reste très lointaine.

Les banques centrales affichent un biais encore plus accommodant car, sans leurs politiques monétaires, les politiques budgétaires des deux côtés de l'Atlantique seraient difficiles à maintenir. Quoi qu'en disent les banques centrales, elles sont entrées dans une ère de dominance budgétaire.

À ce stade, la seule chose qui pourrait changer la situation aux États-Unis et en Europe est une révision significative des prévisions d'inflation. Alors qu'il semble que les pressions inflationnistes pourraient durer plus longtemps que prévu, du fait des perturbations des chaînes de valeur, nous n'anticipons pas de pression haussière sur les salaires à ce stade. Il s'agit probablement de la variable la plus importante à surveiller.

Q3. L'épargne excédentaire des Européens se transformera-t-elle en consommation ?

Le potentiel que représente l'épargne excédentaire, et l'impact d'un fort rebond de la consommation des ménages sur la croissance ont fait couler beaucoup d'encre. Selon les chiffres du premier trimestre 2021, l'épargne excédentaire en zone euro représente 8,8 % à 9 % du PIB de 2019. Une certaine normalisation du taux d'épargne est prévisible, qui se rapprocherait ainsi des tendances d'avant la crise. Pourtant, l'hypothèse d'une transformation significative et durable de l'épargne en consommation nécessiterait un taux d'épargne nettement inférieur aux tendances d'avant la crise sur une période prolongée - ce qui est hautement improbable.

En effet, l'épargne excédentaire générée durant la crise concerne davantage les ménages plus aisés, qui sont plus lents à dépenser leur épargne et plus enclins à orienter leur excédent d'épargne vers l'investissement en actifs plutôt que vers la consommation. De plus, le virus est en train de

devenir une source persistante d'incertitude à moyen terme et les ménages sont moins confiants vis-à-vis de leur situation financière personnelle, en raison du calendrier incertain du retrait des dispositifs d'exonération et des perspectives d'emploi. Compte tenu de la faible visibilité sur les futures restrictions sociales, nous supposons que le déblocage de la demande latente devrait contribuer favorablement, bien que modérément, à stimuler la reprise dans les trimestres à venir.

Enfin, la consommation pourrait être limitée par ce que l'on appelle « l'équivalence ricardienne », qui pourrait jouer un rôle encore plus important, les ménages devenant moins enclins à consommer leur épargne excédentaire en anticipation d'augmentations d'impôts attendues (ou annoncées) dans les années à venir. Ce phénomène est particulièrement présent dans les pays dont la dette publique est élevée et qui devront à terme se conformer aux (nouvelles) règles budgétaires de l'UE.

Q4. Quelles sont les conséquences du programme d'émissions de l'UE pour le marché obligataire de la zone euro ?

Depuis le début de l'année, l'UE a émis plus de 100 milliards d'euros, dont 50 milliards dans le cadre du programme SURE et 45 milliards

dans celui du dispositif NGEU, le reste relevant d'autres programmes standard (MESF/AMF). Alors que les obligations SURE ont tenu les

L'épargne ne devrait pas descendre à des niveaux bien inférieurs à ceux d'avant la crise

LE THÈME DU MOIS
Questions-réponses

L'UE devrait être l'un des principaux acteurs sur les marchés primaires européens

marchés primaires occupés au cours des cinq premiers mois de l'année, le début des émissions dans le cadre du NGEU s'est avéré un franc succès et d'une grande intensité, l'UE ayant placé quatre émissions NGEU avec des encours bien plus élevés que ceux des émissions SURE ou d'autres émissions de l'UE et ce, en un seul mois entre mi-juin et mi-juillet.

La Commission Européenne (CE) prévoit d'émettre au moins 80 milliards d'euros d'obligations dans le cadre du NGEU ; la majeure partie de l'émission prévue servira pour le reste de l'année (environ 35 milliards d'euros). Lors de la revue en septembre du financement prévu pour l'année, cet objectif pourrait être révisé à la hausse à la suite des aides rapides versées récemment aux pays dans le cadre du programme FRR. En termes de maturité, les émissions ont été assez bien réparties sur l'ensemble de la courbe, bien que la zone des 10 ans ait dominé, suite à l'émission de 20 milliards d'euros en juin : le segment le plus long de la courbe a été le plus ciblé, puisque trois des quatre obligations NGEU émises jusqu'à présent se situaient dans la tranche de maturité 10-30 ans. Même si aucune date n'a encore été fixée, en termes de format d'émission, les adjudications devraient commencer en septembre, l'UE prévoyant de combiner syndications et adjudications. Comme nous le savons, les obligations NGEU connaîtront des volumes d'encours plus importants que les obligations SURE et

bénéficieront d'un système d'adjudications qui leur fournira davantage de liquidité sur le marché secondaire.

Au cours des derniers mois de l'année 2021, l'UE sera l'un des principaux acteurs sur les marchés primaires européens, et les émetteurs souverains bien notés sont pour la plupart en avance sur leur financement annuel brut et net prévu. D'après les chiffres de fin juillet, l'Allemagne et la France ont bien progressé en matière de financement annuel net, notamment en ce qui concerne l'offre à long terme.

En 2022, l'UE pourrait jouer un autre rôle remarquable dans l'émission de nouvelle dette, car les flux de trésorerie servant aux subventions et aux prêts du FRR du dispositif NGEU devraient être concentrés sur 2022 et 2023. Le volume d'émission de l'année prochaine devrait être proche de celui de cette année, de l'ordre de 140 à 150 milliards d'euros, ce qui signifie que l'émission nette devrait être plus importante en termes relatifs que le segment souverain. Les déficits publics et le financement net des états devraient en effet diminuer par rapport à leurs pics de 2020-2021. Dans le même temps, nous pensons que la BCE continuera d'allouer une part suffisante de son QE global aux supranationaux et aux agences en 2022, et de cibler une duration moyenne élevée dans ses achats d'obligations européennes, conformément à la tendance récente affichée, soutenant ainsi ce segment.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate
Investment Strategies Asset Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 2 septembre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 7 septembre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 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

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MarianVejcik

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche

Stratégie des Marchés Développés

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche

Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés,

Stratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LETORT Valérie, Global Views

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit