

# the day after

#9 | Juillet 2020

*Crise du Covid-19,  
catalyseur de  
changement et  
de renforcement  
de l'UE*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

---

## Auteurs



**Pierre BLANCHET**  
Responsable Investment  
Intelligence



**Didier BOROWSKI**  
Responsable des  
Vues Globales

---

La *Conférence sur l'avenir de l'Europe* initialement prévue début 2020 débutera probablement en septembre, dans un contexte marqué par la crise du Covid-19. La présidence de cette conférence ainsi que son agenda restent à définir, mais il est clair que le besoin de renforcer l'architecture institutionnelle de l'Union européenne (UE) sera au cœur des débats. L'UE souffre en effet d'un risque de fragmentation sur plusieurs lignes qui pourrait éroder sa capacité à réagir face aux défis de la prochaine décennie

Le Covid-19 est un choc symétrique mais dont les conséquences sont asymétriques. La crise exacerbe les tensions au sein de l'UE, mais aussi à l'extérieur. Les tensions géopolitiques, qui concernent directement ou indirectement l'Europe, s'accroissent dans le monde entier. Les relations sino-américaines se détériorent, ce qui affecte l'Europe qui elle-même change de stratégie à l'égard de la Chine. Le résultat des élections américaines pourrait également avoir un impact significatif dans les quatre années à venir. La réélection du président Trump entraînerait de nouvelles tensions en matière de commerce, de défense, et des sanctions. De toute évidence, le Brexit ouvre une nouvelle ère pour l'Union, dont l'épicentre est désormais la zone euro (ZE). C'est donc dans un contexte complexe et tendu que les institutions européennes doivent faire face à l'un des plus grands chocs économiques de l'histoire.

Par le passé, les pressions induites par les crises ont été les principaux catalyseurs du changement en Europe. Il est peu probable que les choses se passent différemment aujourd'hui en Europe, tout simplement parce que quand il n'y a pas de raisons de changer, il n'y a pas de changement. Bien que les tensions entre Etats membres semblent conduire à une renationalisation du processus de prise de décision, c'est en fait le résultat inverse qui prévaut et une réponse européenne finit toujours par émerger. On pourrait même arguer que plus la crise est grave, plus il est vraisemblable que la réforme politique sera importante. Ce cheminement chaotique a historiquement conduit à plus d'intégration, à des institutions plus fortes ou nouvelles et à un transfert de compétences.

## Les risques de fragmentation

La crise du Covid-19 a transformé les différences en divergences. Les déséquilibres et les fragmentations accrues pourraient devenir irréversibles s'ils ne sont pas traités. Les forces en jeu sont plus complexes que celles qui résultent du déséquilibre classique de la dette publique nord/sud, car les modèles économiques et la vision de l'UE constituent deux autres axes de discordance. Le Budget européen et le plan de reprise traitent en partie de ces risques mais leur mise en place nécessite un soutien politique plus important afin d'aider l'UE à aller de l'avant.

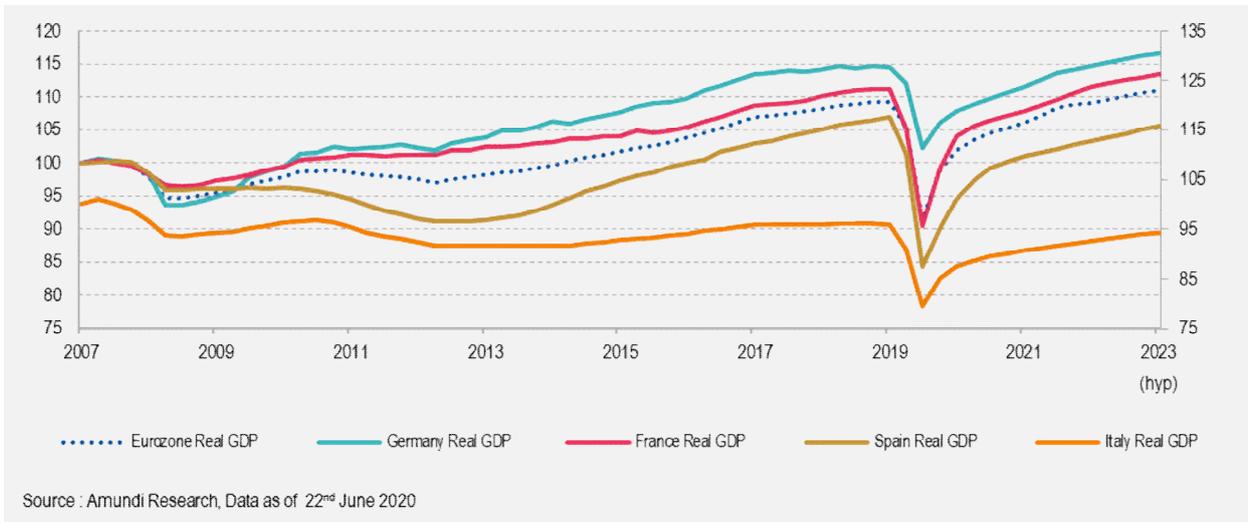
## Fragmentation par la croissance et de la dette

Plus de 20 ans après la création de l'euro, les pays du nord de l'Europe ont un PIB par habitant presque deux fois supérieur à ceux du sud. L'Union monétaire européenne (UME) a entraîné une convergence des économies entre 1999 et 2008. Mais depuis la Grande Crise Financière (GCF), la fragmentation économique s'est accrue, en particulier au sein de la zone euro suite à la crise des dettes souveraines. Dit autrement, l'Europe fonctionnait bien lorsque tout allait bien, mais a montré ses limites pendant les phases de crises en particulier au sein de l'UME.

Une des conséquences de cette fragmentation économique est la divergence des trajectoires d'endettement public. Le découplage entre la France et l'Allemagne est très net sur cet aspect, et montre que la fragmentation ne peut pas être réduite à une problématique nord / sud. Depuis la crise de la zone euro, le niveau et la gestion des dettes publiques sont source de conflits et de défiance entre les Etats membres. La dichotomie entre les dettes souveraines du nord et du sud structure d'ailleurs les marchés financiers entre dettes du cœur et de la périphérie, et les spreads de taux d'intérêt nous rappellent que le risque de convertibilité n'a jamais complètement disparu.

La crise du Covid-19 a amplifié la fragmentation dans la sphère économique réelle au sein de la zone euro. Par un accident malencontreux de l'histoire, ce sont en effet les pays les plus endettés et qui ont le plus souffert pendant la crise des dettes souveraines, qui ont été les plus touchés par la pandémie (Italie et Espagne en particulier).

**Graphique 1: l'Italie contrairement à l'Espagne ne s'est pas complètement remise de la GCF**



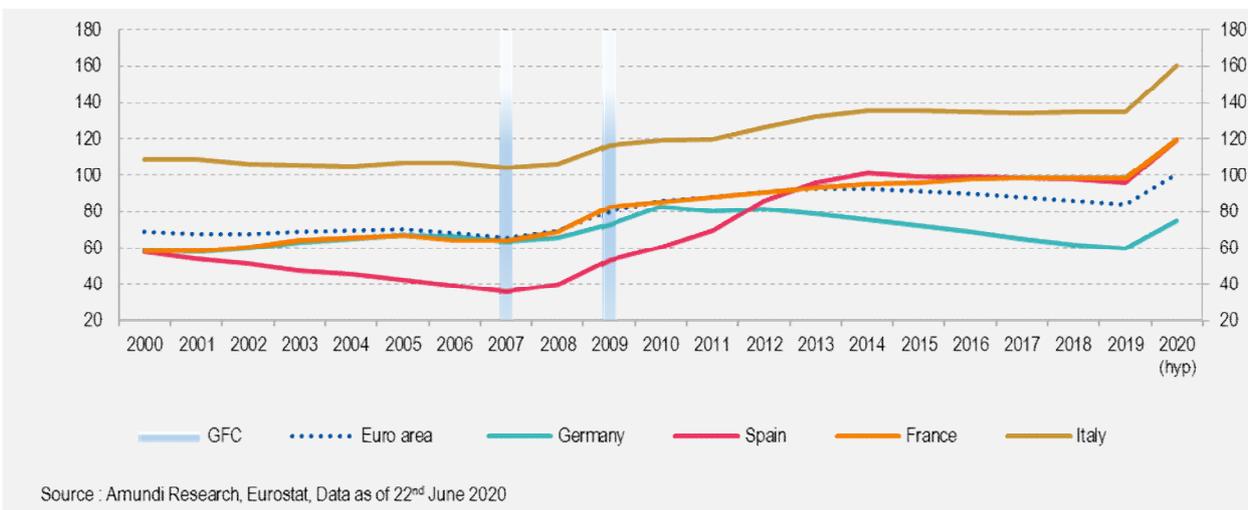
Le creusement des déficits publics post Covid-19 va accélérer les divergences entre le nord et le sud, et la faiblesse de la croissance réelle des pays du sud entrainera inévitablement un débat sur la soutenabilité de leurs dettes. Les programmes d'achat d'actifs de la BCE jouent un rôle crucial dans ce contexte, en permettant d'éviter la fragmentation financière (dettes souveraines et privées). Néanmoins, ce n'est qu'une solution temporaire à un problème structurel. Les transferts pan-européens et les réformes au niveau national sont l'unique moyen de compenser ces déséquilibres et de renforcer la résilience de la zone euro face aux futurs chocs. Cette crise, comme les précédentes, montre les limites de

l'architecture financière et institutionnelle de l'union monétaire.

### Fragmentation du modèle économique

Le second risque de fragmentation vient du modèle économique et en particulier des degrés de dépendance interne vs dépendance externe des économies. Certains pays dépendent davantage de la demande extérieure que d'autres. La ZE bénéficie d'un excédent commercial très élevé (7% du PIB en 2019). Tous les pays de la ZE affichent un excédent (sauf la France) mais quelques-uns engrangent un large excédent en dehors de la ZE, comme l'Allemagne (6%) ou les Pays-Bas (11%).

**Graphique 2 : la dette espagnole en % du PIB a triplé depuis la GCF**



**Tableau 1: Balance Commerciale: intra et extra EU**

| Balance Commerciale | PIB 2019  | Balance extra Eurozone | Balance Intra Eurozone |
|---------------------|-----------|------------------------|------------------------|
| 9 pays*             | (EUR Mds) | % PIB                  | % PIB                  |
| Allemagne           | 3 435     | 7%                     | 0%                     |
| France              | 2 419     | 1%                     | -4%                    |
| Italie              | 1 788     | 3%                     | 0%                     |
| Espagne             | 1 245     | -3%                    | 0%                     |
| Pays-Bas            | 812       | -12%                   | 20%                    |
| Belgique            | 473       | -2%                    | 5%                     |
| Autriche            | 399       | 4%                     | -5%                    |
| Irlande             | 347       | 12%                    | 6%                     |
| Portugal            | 212       | -2%                    | -8%                    |

\*9 pays qui représentent 95% du PIB de l'Eurozone.  
Source: Amundi Research, Eurostat.

Cela montre que l'excédent d'épargne des pays d'Europe du Nord ne vient pas financer les besoins d'investissement des pays du Sud. De plus, la dépendance des pays du Nord au commerce mondial est plus importante (automobiles, biens industriels) que celle du reste de l'UE-27. D'autres pays dépendent davantage de la demande intérieure, en particulier ceux qui ont un secteur des services plus important (France, Espagne). La crise du Covid-19 montre que ces différences sont source de vulnérabilité, car un choc symétrique produit des résultats asymétriques. D'où la proposition de la Commission européenne de créer un "Fonds de relance" pour remédier à ce problème.

## Vision pour l'UE

La troisième fragmentation provient de la vision nationale de l'UE, qui est plus complexe et ne se résume pas au débat dualiste traditionnel entre fédéralistes et nationalistes. Alors que le projet européen était considéré, il y a encore dix ans, comme un vecteur de paix et de richesse pour les Européens, des aspirations divergentes sont apparues entre Etats membres. Il faut rappeler qu'à l'origine de l'euro, tous les pays de l'UE étaient censés rejoindre l'union monétaire. Aujourd'hui, le projet européen est devenu ambigu.

*“Le Brexit exige de repenser les objectifs au-delà de la dimension économique et financière de la ZE.”*

Les institutions européennes telles que la BCE et la CJE (Cour de Justice Européenne) sont contestées par la Cour constitutionnelle allemande, ce qui illustre une division plus profonde sur l'axe de la légitimité politique des institutions.

En outre, les opinions nationales souhaitent maintenir un certain degré de souveraineté sur des questions sensibles (politique étrangère et politique de migration notamment), ce qui se traduit par une montée des partis "anti-establishment" lors des élections nationales. Le débat entre fédéralistes et nationalistes s'est transformé en un débat entre une élite mondialisée et la population. Ces tensions ne doivent pas être sous-estimées car elles sont au cœur du vote pour le Brexit. Cela dit, les difficultés rencontrées par le gouvernement britannique avec le Brexit (et le coût économique induit) sont dissuasives. On constate que les partis « anti-establishment » (en France et en Italie) ne mettent plus la sortie de l'euro à leur agenda. Ironie de l'histoire, le Brexit pourrait même ouvrir de nouvelles perspectives pour l'Europe. En effet, la part de la ZE dans le PIB de l'UE est passée de 72 % (UE-28) à 86 % (UE-27). La France et l'Allemagne réunies (qui représentent plus de 50 % du PIB de la zone euro) deviennent de facto le nouveau centre de gravité de l'Europe, ce qui pourrait faciliter la mise en place d'un « nouveau projet ».

La crise du Covid-19 a accru la fragmentation économique dans la ZE et illustre une fois de plus la nécessité de renforcer l'architecture financière de la zone.

Le débat sur le partage des risques va bien au-delà du celui sur le fédéralisme budgétaire, que les pays du Nord refusent de mettre en œuvre. La crise actuelle illustre la nécessité de forger des « outils » capables d'absorber des chocs asymétriques sans mettre les contribuables des pays du Nord dans la position de devoir un jour rembourser les dettes du Sud. Les propositions pour mieux partager les risques sont multiples. Mais trouver un compromis exigera des concessions de la part des pays qui bénéficieront potentiellement de transferts en temps de crise.

### La crise du Covid-19, un catalyseur de changement

Au cours des 30 dernières années, l'UE a fait preuve de résilience dans tous les moments difficiles : guerre des Balkans, crise asiatique, bulle technologique, crise financière de 2008, crise de la zone euro, guerre civile syrienne, annexion de la Crimée ou Brexit, pour n'en citer que quelques-uns. Les crises sont des catalyseurs, qui font avancer et non reculer le projet européen. L'histoire de l'intégration européenne est jonchée de séquences-type : crise - impasse - réformes institutionnelles, ce qui tend à confirmer le point de vue de Jean Monnet selon lequel « *L'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises* » (Jean Monnet, Mémoires 1978). Il ne peut en être autrement, car les institutions européennes ne sont jamais remises en question dans les périodes de stabilité. Ce n'est que lorsque des troubles ou des crises se font jour que l'UE constate qu'elle ne dispose pas des outils appropriés pour faire face au problème. « *Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ils ne voient la nécessité que dans la crise* » écrivait également Jean Monnet dans ses Mémoires (1978).

***“Les autorités européennes n'ont pu faire face à la crise actuelle que grâce aux outils forgés au lendemain des crises précédentes.”***

Ainsi le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) ou les achats de titres par la BCE (QE) dans le cadre du PEPP ne seraient pas possibles aujourd'hui sans les décisions et les outils politiques conçus pendant ou suite à la crise de la zone euro. La crise Covid-19 est un « moment Jean Monnet » tout comme l'ont été avant elle la GCF et la crise de la zone euro.

Historiquement, il est frappant de constater qu'il en va de même aux Etats-Unis. La GCF a entraîné une réaction immédiate de la Réserve fédérale en 2008, sans précédent dans l'histoire américaine. En pratique, la Fed a pu agir avec force en invoquant la section 13(3) de ses statuts. Nombreux sont ceux qui ignorent ce que la proactivité de la Fed doit à la Grande Dépression des années 1930. La section 13(3) du Federal Reserve Act a été introduite en 1932 à l'initiative de l'administration Hoover. L'objectif était de prendre des mesures pour éviter des faillites en cascade de banques et d'entreprises (plusieurs faillites de banques étaient déjà survenues en décembre 1931). La section 13(3) - dont l'adoption avait déjà à l'époque fait l'objet de vives controverses au Congrès - autorisait (dans des circonstances exceptionnelles) la Fed à étendre ses mesures de prêt d'urgence à un ensemble plus large d'institutions, et en pratique à tous les acteurs de l'économie réelle<sup>1</sup>. En fin de compte, on peut dire que le statut de « prêteur en dernier ressort » de la Fed n'a été réellement acquis qu'en 1932, soit près de 20 ans après sa création. Il est également frappant d'observer que la section 13(3) n'avait jamais été pleinement mobilisée avant la GCF, au point que certains s'interrogeaient ouvertement quant à son utilité. Ainsi, dans une étude de 2002, David Fetting, de la Fed de Minneapolis, remarquait-il "*Pour certains, cet héritage [section 13(3)] est probablement un anachronisme inoffensif, pour d'autres, c'est encore une police d'assurance utile, et pour d'autres encore, c'est une bombe à retardement de chicanerie politique*".<sup>2</sup>

### Dov'è l'Europa?\*

La réponse des institutions européennes à la crise sanitaire a été perçue comme faible, lente et inadéquate dans les pays plus durement touchés.

Les commentaires de quelques dirigeants politiques, qui blâment la mauvaise gestion, la désorganisation ou l'inefficacité des infrastructures sanitaires, ont ajouté aux tensions entre Etats membres. Prise par surprise, l'UE est restée en arrière-plan par rapport aux gouvernements nationaux, ce qui a entraîné une réponse non coordonnée et inégale<sup>3</sup> à un risque commun. Plusieurs épisodes l'illustrent : plus ou moins grande disponibilité de masques, de respirateurs et d'outils sanitaires dans toute l'Union, espace Schengen aux frontières partiellement fermées, mesures de confinement non coordonnées entraînant de facto une concurrence économique accrue. L'absence d'instrument budgétaire/fiscal commun a conduit à des réponses de politique économique sous-optimales à l'échelle nationale, elles-mêmes contraintes par les niveaux de dettes des Etats. Ainsi l'Italie, qui est entrée dans la crise avec une dette publique de 135% du PIB, dispose d'une marge de manœuvre limitée pour soutenir son économie. A l'avenir, les perspectives de faible croissance dans les Etats membres surendettés risquent de compromettre la reprise économique en Europe, voire son unité.

### De nouveaux outils pour de nouvelles politiques grâce à des institutions renouvelées

Si l'histoire européenne est un guide, nous devrions nous attendre à ce que la crise du Covid-19 soit un catalyseur de réformes. En ce qui concerne les changements de politique, nous pouvons identifier au moins quatre niveaux ou étapes<sup>4</sup> : (1) ajustement ou amélioration des instruments existants, (2) création ou modification très significative des instruments de politique économique, (3) modification des objectifs ou des priorités des politiques et enfin (4) nouveau paradigme conduisant à de nouvelles institutions. Le dernier niveau est le plus difficile à atteindre car il nécessite un engagement total des autorités politiques, qui est lui-même fonction de l'intensité et de la nature de la crise.

Nous pensons qu'il y a au moins trois changements de politique après Covid-19 qui pourraient façonner l'avenir de l'UE : un « mécanisme de résilience » européen, une structure de défaillance (bad bank), un budget de l'UE beaucoup plus important et un renforcement du Parlement européen.

### 1. Le Fonds de relance : un outil permanent pour promouvoir la convergence réelle

La Commission européenne (CE) a appelé à mettre en place un plan de relance de 750 Mds €, financé par l'émission d'une dette commune (d'une ampleur sans précédent) contractée par les 27 pays de l'UE pour ancrer à moyen terme la relance de leur économie.

*“La proposition de la CE est l'occasion de renforcer l'union des marchés des capitaux et les mécanismes de partage des risques.”*

Au moment où nous écrivons ces lignes, les membres de l'UE sont en désaccord sur la taille du fonds (500 Mds contre 750 Mds €) ainsi que sur l'équilibre entre les transferts (« grants ») et les prêts, la répartition de ces transferts, la date de début et l'horizon temporel et, surtout, les conditions (réformes) et le suivi des subventions. Un Conseil européen est prévu (17-18 juillet) pour discuter de ses modalités et notamment de la répartition entre les dépenses de transfert (comptabilisées comme une dette de l'UE) et les prêts (comptabilisés comme des dettes nationales). Le principe de ce plan semble être accepté par tous malgré la réticence des « 4 frugaux » (Pays-Bas, Autriche, Suède et Danemark). Mais le cœur du débat porte sur les montants et les conditions de ces subventions. Comme le plan requiert un vote unanime des Etats membres, il faudra peut-être du temps pour que l'ensemble des chefs d'Etat convergent vers une proposition acceptable par tous. Il s'agit d'un changement de politique de niveaux 1 et 3 puisque le plan institutionnel et les plans équivalents existent déjà, mais les objectifs et les priorités du plan de relance sont nouveaux.

### La proposition de la CE n'est pas un jeu à somme nulle.

Pour la première fois, la CE émettrait de la dette au nom de l'UE avec pour objectif la convergence et la redistribution entre les pays. En effet, les pays les plus pauvres de l'UE et les plus touchés économiquement par la crise du Covid-19, pourraient obtenir jusqu'à 15% de leur revenu national en subventions et garanties des fonds de l'UE. Pourtant, la proposition représenterait un avantage net pour tous les pays de l'UE.

Selon le projet de document de la CE, les allocations entre pays comportent à la fois un élément d'assurance (les pays les plus touchés reçoivent davantage de fonds de l'UE) et un élément de redistribution (les pays dont le revenu par habitant est plus faible reçoivent davantage de fonds de l'UE). Le programme prévoit également une redistribution des fonds des pays riches vers les pays pauvres : pour un choc similaire<sup>5</sup>, plus le revenu par habitant est faible, plus l'allocation sera élevée.

Le calcul des contributions nettes des Etats est trompeur dans la mesure où il laisse entendre qu'il n'y a pas de solidarité envers les pays du sud de l'Europe, ce qui est inexact<sup>6</sup> : (1) l'Italie et l'Espagne recevraient respectivement 5% et 7% de leur revenu national et seraient les premiers bénéficiaires des subventions en termes de montant ; (2) les fonds seront empruntés à long terme à des conditions exceptionnellement avantageuses grâce à la signature de l'UE<sup>7</sup>, conditions qu'aucun petit pays ou pays du Sud ne pourrait obtenir seul ; (3) les fonds alloués seront principalement dépensés entre 2021 et 2026, et la dette contractée par l'UE ne sera pas remboursée avant 2028 au plus tôt et 2058 au plus tard. Par conséquent, les contributions des Etats à cet horizon ne peuvent pas être réellement estimées en pourcentage du PIB puisqu'elles dépendront elles-mêmes de la trajectoire de croissance à cet horizon !

*“Le Fonds de relance n'est pas un jeu à somme nulle, avec des gagnants et des perdants. Il est susceptible d'avoir un impact positif sur tous les pays de l'UE simultanément.”*

En effet, ces derniers sont fortement intégrés sur le plan commercial, de sorte que nous devons compter sur les effets dynamiques des multiplicateurs budgétaires, qui seront amplifiés dans les années à venir par les échanges intra-zone.

**Le plan de la CE est un puissant outil d'atténuation des crises.** En définitive, le plan de relance européen est un instrument de convergence réelle plutôt que de stabilisation cyclique. Bien qu'il joue un rôle clé dans l'ancrage des attentes de croissance à moyen

terme, ce qui peut contribuer à réduire les comportements de précaution (tant pour les ménages que pour les entreprises) à court terme, il crée un outil permettant de faire face aux futurs chocs asymétriques exogènes. Enfin, l'émergence d'un instrument de dette commune en temps de crise peut être une source de diversification intéressante pour les banques européennes, qui détiennent des proportions excessives de leur dette souveraine nationale. Nous ne pensons cependant pas que ce soit le moment Hamiltonien<sup>8</sup> de l'UE car il n'y a pas de transfert de dette et de compétences fiscales à grande échelle. Cependant, ce fonds créera un précédent historique, tout comme la création du mécanisme de surveillance de l'économie européenne l'a fait. Il pourrait devenir un mécanisme permanent disponible lorsque l'UE est confrontée à un choc économique important (exogène). Cela permettra d'améliorer considérablement la résilience de l'union monétaire à l'avenir et de renforcer le rôle de l'euro en tant que monnaie de réserve internationale.

## **2. Une 'bad banque' européenne pour gérer les NPL (Non Performing Loans) en hausse**

Les autorités européennes ont pu tirer les leçons des crises passées en mettant en œuvre le policy mix le plus contra-cyclique jamais vu. Toutefois, ni le Fonds européen de relance (en discussion), ni les politiques budgétaires nationales, ni même la politique monétaire de la BCE ne peuvent à eux seuls absorber la fragmentation accrue qui résultera de la crise du Covid-19. Les autorités européennes doivent de plus éviter de maintenir une réglementation qui pourrait se révéler pro-cyclique, en particulier en ce qui concerne les règles relatives aux aides d'Etat aux banques.

**Les créances douteuses vont augmenter en raison de la profonde récession que traverse l'Europe.** Bien que ces créances aient diminué de moitié en quatre ans (500 Mds € pour les 121 plus grandes banques de la zone euro, 3,2% de l'encours des prêts à la fin de 2019), ils représentent toujours plus de 6% des prêts dans de nombreux pays périphériques (6,4% en Italie).

Pour l'instant, le canal du crédit fonctionne bien au sein de la ZE grâce aux opérations de refinancement à plus long terme de la BCE. Néanmoins, les économies du sud de l'Europe connaîtront une reprise plus lente en raison de leur spécialisation et de l'importance dominante des PME, qui ont recours à l'endettement pour "survivre" à la crise. Certaines d'entre elles feront inévitablement défaut voire faillite. Les bilans des banques se détérioreront donc davantage. L'accumulation de créances douteuses représente un risque réel pour la stabilité macrofinancière et peut limiter le volume du crédit bancaire au fil du temps, avec une asymétrie marquée entre les banques et les pays. Cela pourrait accroître encore davantage les niveaux de fragmentation économique et financière.

**Pour résoudre ce problème, l'Europe ne part pas de zéro** : un ensemble de propositions avait déjà été discuté de manière très approfondie en 2017 (voir *European Economy, Banks regulation and the real sector*, 2017.1). En pratique, la proposition qui a reçu le plus d'attention est la création d'une structure de défaillance (bad bank) qui absorberait les créances douteuses, les titriserait et les vendrait aux investisseurs<sup>9</sup>. La plupart des propositions impliquent une forme de soutien gouvernemental ou de garanties du MES, mais il existe aussi des propositions visant à limiter le partage des risques. Il faut rappeler que c'est Andrea Enria (actuellement président du conseil de surveillance de la BCE) qui a préconisé de créer une "bad bank" de l'UE lorsqu'il était encore à la tête de l'Autorité bancaire européenne en 2017. Il s'agit d'un changement de niveau 2 puisque l'instrument n'existe pas, mais le cadre institutionnel oui (UEM, Eurosysteme).

Cependant, les règles relatives aux aides d'Etat ont empêché la réalisation du projet. En effet, depuis la GCF, l'UE a introduit la directive sur le recouvrement et la résolution de défaillance des banques, qui empêche les gouvernements de créer des bad banks (sauf par un processus de résolution formel). Il y a de bonnes raisons de penser que cette règle pourrait être contournée dans les circonstances actuelles. En effet, en mars 2020, la Commission a adopté un assouplissement temporaire des règles relatives aux aides d'Etat<sup>10</sup>.

Les textes officiels laissent en fin de compte une grande latitude aux autorités compétentes pour négocier un accord en la matière.

### 3. Substitution de la dette, Trésor de la zone euro et surveillance du Parlement européen

Les transferts de dette sont complexes à réaliser et potentiellement injustes puisque le prix de référence ou de transaction peut être loin de la 'juste valeur'. La question se poserait rapidement de savoir qui prend la perte ou paie un prix gonflé. L'annulation de dettes mettrait la BCE ou les banques centrales nationales en fonds propres négatifs, ou bien elle aurait pour contrepartie l'annulation de réserves banques centrales qui serait compenser par une nationalisation partielle ou totale des banques commerciales. Annuler les dettes souveraines mettrait in fine en péril l'euro, et pourrait être envisageable comme une ultime solution dans le cas d'un pays qui aurait préalablement quitté la zone euro (et l'union européenne). Le partage de la dette comporte des risques de gouvernance et nécessite une harmonisation fiscale difficile à réaliser. Mais une substitution de la dette, c'est-à-dire l'émission d'une dette supplémentaire au niveau de l'UE plutôt qu'au niveau national à des fins d'investissement (ce que propose essentiellement le plan de relance de l'UE), pourrait être mise en œuvre au fil du temps et devenir un mécanisme de convergence efficace. Plus important encore, une transition en douceur vers la mutualisation est un moyen d'atteindre un optimum de financement de la dette plus élevé. Aujourd'hui, les programmes d'achat d'actifs de la BCE donnent un résultat similaire, mais il est (supposé) temporaire. Cependant, cela conduit à un budget de l'UE beaucoup plus important, et donc à la nécessité d'un Trésor de la zone euro ainsi que d'un contrôle accru du Parlement européen. Un changement radical de la décision relative aux ressources propres et le relèvement du plafond des ressources propres au-dessus de 2% du RNB de l'UE-27 (i.e. 8 à 10% du Revenu national brut de l'UE<sup>11</sup>) permettront de financer les investissements à long terme à un coût d'emprunt optimal, mais nécessiteront également une plus grande coordination des politiques.

Un Trésor de la zone euro, dirigé par un ministre des finances de la zone euro dont la fonction serait de gérer le budget commun et la "surveillance" des politiques économiques de la zone, renforcerait considérablement les politiques communes. Cependant, cela ne peut être réalisé que si la responsabilité est clairement établie. Comme c'est le cas dans la plupart des pays, c'est au Parlement que revient le devoir et le droit de voter des impôts et de contrôler le budget. C'est pourquoi le Parlement européen devrait contrôler cette nouvelle institution

Dans ce contexte, un système de *Spitzenkandidat* où le président du Parlement européen est désigné par la majorité et des listes transnationales pour les élections européennes sont également nécessaires. Dans le cas contraire, le Trésor de la zone euro n'agirait pas au nom du peuple européen et son indépendance opérationnelle serait constamment remise en question. Il s'agit clairement d'un changement de niveau 4, qui nécessite un engagement total de tous les Etats membres.

La règle de l'unanimité dans les prises de décision est un obstacle qui ne doit pas être sous-estimé. La difficulté de mettre en place le Fonds de relance démontre une fois de plus l'inefficacité de cette règle, qui continue à prévaloir dans plusieurs des domaines sensibles, dont la fiscalité. La plupart du temps, lorsqu'une proposition émane de la Commission, la règle de décision est la règle dite de la double majorité (55% des Etats membres représentant au moins 65% de la population).

***“En outre, une proposition ne peut être bloquée que si 4 pays représentant au moins 35% de la population de l'UE s'y opposent.”***

80% des décisions du Conseil sont prises à cette majorité qualifiée<sup>12</sup>. L'extension de la règle de la majorité qualifiée à la fiscalité européenne nécessiterait une modification de Traité<sup>13</sup>.

Mais, le paradoxe est que l'unanimité est requise pour le modifier (sans compter qu'il faudrait aussi une ratification par les parlements). Dans le contexte actuel, on voit mal pourquoi les 4 frugaux accepteraient de renoncer à leur pouvoir de négociation, surtout dans un domaine aussi sensible et symbolique.

### **Les investisseurs devraient se concentrer sur l'impact à long terme de la crise**

#### **Les marchés financiers et les politiques européennes ne sont pas sur la même échelle de temps**

L'architecture de l'union monétaire est toujours en devenir. La gouvernance complexe de l'EU opère à une échelle de temps beaucoup plus longue (années ou décennie) que celle des marchés (mois ou années) ce qui peut créer des points d'entrée pour les investisseurs de long terme. Les marchés ont tendance à se concentrer sur des frictions de court terme qui ont en fait un impact limité, et oublient les progrès structurels de l'architecture financière, fiscale et institutionnelle dont nous pensons qu'ils vont se poursuivre :

- *Architecture financière* : des avancées sont nécessaires pour l'union des marchés des capitaux (UMC) et l'union bancaire (UB). Les Européens doivent renforcer et intégrer pleinement le marché des capitaux de l'UE. L'essentiel des décisions a visé à transférer l'intermédiation financière vers les marchés de capitaux afin de faire tomber les barrières qui bloquent le financement transfrontalier<sup>14</sup>. Mais la tâche n'est pas achevée. Des flux intra européens plus importants permettraient à l'UE de pleinement réaliser son potentiel économique. Plusieurs études montrent en effet que les participations croisées au sein des unions monétaires aident à l'absorption des chocs asymétriques.

Le premier des deux piliers de l'UB – les mécanismes de supervision et de résolution unique pour les banques – sont désormais en place et opérationnels. Cependant, il n'existe toujours pas de système commun de protection des dépôts et des mesures sont encore nécessaires pour gérer certains risques bancaires (en particulier ceux liés aux prêts non performants ou les initiatives visant la diversification des bilans bancaires).

– *Architecture fiscale* : les règles fiscales devraient être revues, car elles s'avèrent excessivement pro-cycliques et finalement inefficaces puisqu'elles n'ont pas permis d'éviter la divergence des dettes publiques. Les règles du Pacte de Stabilité et de Croissance ont d'ailleurs été temporairement suspendues. Lorsque les conditions économiques et financières se normaliseront, il y aura probablement un débat sur la nature de ces règles i.e. objectif d'investissement public vs objectif de déficit budgétaire

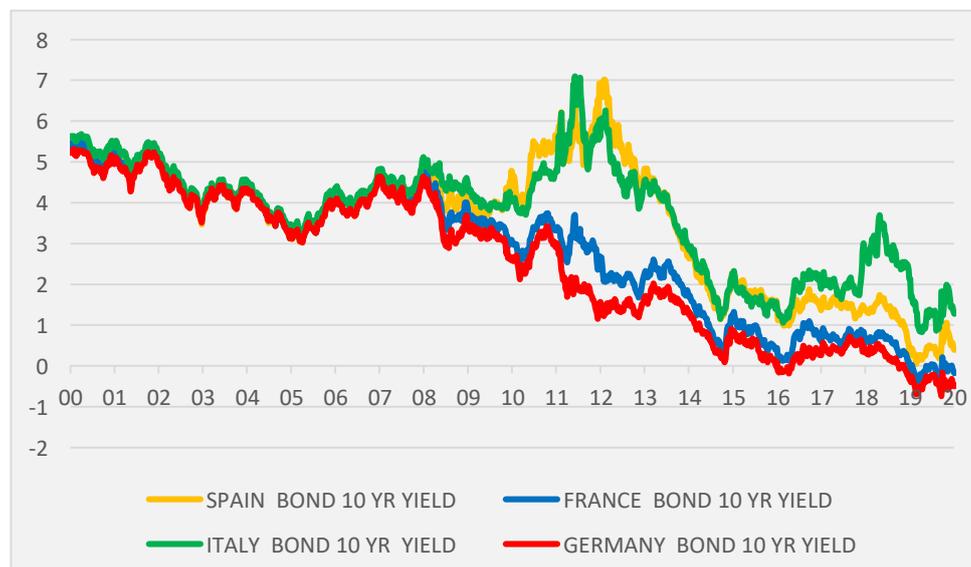
– *Architecture institutionnelle et politique*: à terme, les Européens devraient accepter de créer un Trésor de la zone euro, dirigé par un ministre des finances de la zone euro dont la fonction sera de gérer le budget commun et de

superviser la politique économique commune. Nous sommes loin de cette étape qui implique un droit de regard sur les budgets nationaux et les politiques fiscales.

### Le Plan de Relance devrait entrainer convergence et discipline

A la création de l'euro, il y avait cette idée que les écarts de rendement entre les obligations souveraines émises dans une devise commune marqueraient les divergences ou convergences économiques (dette, déficits, PIB, croissance). Les forces de marché étaient supposées contraindre les gouvernements à respecter les critères de Maastricht dans la durée. Si ces écarts de taux étaient faibles avec une tendance de retour à la moyenne, les gouvernements pouvaient financer les déficits à un coût légèrement supérieur pendant les périodes d'expansion budgétaire, les investisseurs anticipant une croissance supérieure et le différentiel d'endettement se résorbant à terme. Cependant, les marchés ont failli dans leur rôle et ils n'ont pas contraint les gouvernements.

**Graphique 3: rendement obligations souveraines 10A principaux pays de la Zone Euro (Hebdo, %)**



Source: Amundi Research as of 22 June 2020.

Comme le graphique 3 le montre, entre 2000 et la GCF, l'Espagne, l'Allemagne, l'Italie et la France (ainsi que les autres pays membres de la zone-euro) ont emprunté à un taux d'intérêt à 10 ans quasi identique. Après la GCF et la crise de l'euro, le QE et le principe du « *whatever it takes* » de la BCE ont empêché les investisseurs de valoriser le risque souverain correctement et ont donc entravé la discipline de marché. Cependant, c'est un phénomène global (voir Fed et Banque d'Angleterre), et non spécifique à l'Europe. Puisqu'il est raisonnable de supposer que la BCE maintiendra un bilan important sur longue période, et si la substitution de dette décrite plus haut est mise en place, alors le paradoxe de la relation marchés vs gouvernements ne sera pas résolu. La discipline budgétaire ne peut venir que d'un processus décisionnel démocratique (Parlement Européen) et / ou technocratique (Commission Européenne). D'où l'importance d'un mécanisme de convergence tel que Next Generation EU qui a été bien accueilli par les marchés (impact positif sur l'euro, les dettes périphériques et les actions).

## Les investisseurs de long terme bénéficieront du nouvel environnement européen

Nous pensons que les investisseurs de long terme devraient bénéficier de l'évolution de l'Europe post-Covid-19 pour au moins quatre raisons :

### 1. Le scepticisme au sujet de l'Europe reste dominant au sein de la communauté financière

C'est particulièrement le cas pour les investisseurs non-Européens, pour des raisons diverses et valables : crises à répétition, complexité institutionnelle, incomplétude de l'union monétaire, échec de l'UE à mettre en place rapidement une politique économique coordonnée en comparaison aux Etats-Unis.

Cependant, si l'on se place dans la perspective historique de l'Europe, on constate que les crises ont renforcé l'édifice européen. Lorsque la communauté financière se concentre sur la fragmentation (économique, financière ou politique), nous voyons les progrès que chaque crise a permis de réaliser. La crise de l'euro a finalement confirmé le statut de prêteur en dernier ressort de la BCE. Ce n'est qu'à partir de 2015, lorsqu'elle a lancé le premier programme d'achat d'actifs, que la BCE a renforcé sa position. La crise du Covid-19 a offert à la BCE l'opportunité de s'éloigner temporairement de la clé de capital, et elle n'exclut pas la possibilité d'acheter des « fallen angels » si c'est nécessaire. Ces deux évolutions étaient impensables il y a encore quelques mois. On pourrait même avancer que la sortie du Royaume-Uni de l'UE a non seulement permis de clarifier le projet européen, mais elle a donné un rôle prédominant<sup>15</sup> à la zone euro vs l'UE-27. La Commission n'aurait jamais pu proposer le Plan de Relance si le Royaume-Uni était encore membre de l'UE (de même pour la proposition franco-allemande).

### 2. L'UE n'est pas unijambiste

Une vision communément partagée est que l'UE marche sur une seule jambe (la BCE), et que le reste des institutions européenne est sous-dimensionné. Mais c'est oublier l'importance du Marché Unique. Le Brexit a montré qu'il était précieux pour les Etats membres. Le Marché Unique Européen regroupe 450 millions de consommateurs et plus de 22 millions de PME. Ses règles, règlements et standards, mis en place et contrôlés par la Commission et la Cour de Justice de l'UE, concernent un nombre très important de produits, biens, services, processus, et sont appliqués à l'intérieur comme à l'extérieur de l'UE. Le financement du projet de plan de relance de la Commission dépend de « nouvelles ressources propres » qui sont de nouvelles taxes sur le Marché Unique. Ce dernier doit donc être considéré comme une deuxième jambe pour l'UE avec l'euro. D'où la nécessité post-Brexit que tous les Etats membres rejoignent à terme la monnaie unique.

### 3. La résilience de la zone euro ne doit pas être uniquement jugée à l'aune des critères fiscaux et budgétaires

Les mesures visant à améliorer la circulation de l'épargne au sein de la zone monétaire sont des facteurs fondamentaux de résilience future. De ce point de vue, les progrès fait par l'UMC (Union des Marchés de Capitaux) sont significatifs. Il en va de même pour l'union bancaire. S'il est vrai que la BCE joue un rôle central et permet d'acheter le temps nécessaire aux réformes et au renforcement des institutions, cela n'implique pas que seule compte la politique monétaire.

### 4. L'UE s'oriente vers l'émission d'une dette commune

La crise du Covid-19 va probablement amener l'UE à s'équiper d'un instrument de dette commune, ce qui constituera une avancée importante pour l'euro pour au moins trois raisons : (1) le seul instrument qui joue aujourd'hui le rôle d'actif sans risque dans la zone euro est le Bund allemand dont la rareté contribue à enfoncer les taux d'intérêt en territoire négatif, (2) le monde financier est en fait à court d'actifs sûrs («short safe assets») et donc l'émission d'un volume important d'obligations souveraines très bien notées rencontrera une forte demande, (3) l'émission d'une dette commune encouragera les investisseurs à considérer l'UE comme une entité en soit et non un puzzle d'émetteurs nationaux. Lorsqu'on compare l'Europe et les Etats-Unis, il est clair que l'UE est moins déséquilibrée (moins de dette publique, un important surplus externe), et que les déséquilibres des Etats-Unis augmentent (en particulier le ratio dette publique / PIB). En d'autres termes, une émission de dette par la Commission au nom des Etats membres de l'union, devrait renforcer le statut international de l'euro au moment même où celui du dollar s'effrite en raison notamment de l'envolée de la dette publique américaine.

### Conclusion : apprendre les leçons de l'histoire européenne

La crise du Covid-19 a augmenté le risque de fragmentation en Europe, mais c'est une opportunité pour des changements comme l'a été la GCF et la crise des dettes souveraines. Post-Brexit, les risques et les solutions des problèmes de l'UE se trouvent au niveau de la zone euro.

A ce stade, nous pensons qu'il y a au moins trois évolutions qui pourraient améliorer la résilience de la zone euro et de l'UE : (1) un plan européen de relance qui deviendrait un outil permanent de politique économique et de convergence, (2) une Bad Bank européenne qui permettrait de gérer l'effet néfaste des prêts non-performants dans les périodes exceptionnelles et (3) un Trésor européen sous le contrôle du Parlement européen.

La complexité des institutions européennes et le processus de décision (règle de l'unanimité) limitent la réactivité hors des périodes de crise, mais des conditions exigeantes forcent les gouvernements à s'entendre. La zone euro est encore une union monétaire incomplète sur de nombreux aspects, et en particulier l'absence de budget fédéral qui jouerait le rôle de stabilisateur après un choc économique. Cette incomplétude est aussi vraie des mécanismes de marchés. Pour accroître la résilience de l'UEM, il faut promouvoir la discipline et le partage des risques. Les crises peuvent avoir des origines multiples, fiscale (soutenabilité de la dette) ou financière (ajustement des prix d'actifs surévalués ou éclatement des bulles). Une crise fiscale peut entraîner une crise financière et vice versa. Sans compter les chocs exogènes asymétriques qui peuvent se produire (la crise du Covid-19 est un bon exemple) et mettre à mal l'édifice européen. Une erreur serait de croire qu'un budget commun serait suffisant pour faire face à ces enjeux. Pour améliorer la résilience de la zone euro et donc de l'UE, des réformes d'une nature différente sont nécessaires et c'est l'architecture de l'union monétaire (financière, fiscale, institutionnelle et politique) qui doit être renforcée.

***“Le statut de l'euro comme devise internationale de réserve devrait être renforcé par la crise actuelle.”***

La structure du marché de la dette européenne avec un embryon de dette commune bien noté par les agences, limitera les risques de crises locales. Combiné à un renforcement de l'architecture financière et politique, cela devrait permettre à l'UE de devenir un pôle de stabilité, en particulier face aux Etats-Unis dont les fragilités (inégalités) et les déséquilibres sont exacerbés par la crise.

Enfin, la création d'une Bad Bank constituerait une excellente nouvelle pour les banques européennes et ouvrirait la possibilité d'une consolidation du secteur.

**“Mais les investisseurs de long terme qui cherchent à diversifier leur portefeuille devraient s'intéresser de près aux opportunités qu'offre le continent européen.”**

Lors de la prochaine crise, l'Europe disposera probablement d'un budget dédié rapidement mobilisable comme c'est le cas aujourd'hui pour le QE de la BCE. Là où certains investisseurs voient des faiblesses

durables (liées à la fragmentation économique, financière et politique), nous voyons l'opportunité d'un renforcement graduel de l'Europe. Il est d'ailleurs intéressant de rappeler que le budget fédéral américain ne s'est pas construit sans soubresauts, et que la Réserve fédérale a obtenu le statut de préteur en dernier ressort uniquement en 1932 au prix d'un débat controversé. Lentement mais sûrement, les autorités européennes tirent les leçons du passé et les investisseurs devraient en faire de même. La palette d'instruments dont les autorités disposent se renforce à chaque crise, entraînant une plus grande résilience et réduisant par là même, le risque pour les investisseurs.

<sup>1</sup> C'est également en vertu de la section 13(3) que la Fed est intervenue pour empêcher la faillite de Bear Stearns et d'AIG, qui ont été jugées "too big to fail" (la Fed aurait également pu l'invoquer pour empêcher la faillite de Lehman Brothers, mais cela dépasse le cadre de cette note). Une autre crise (le krach de 1987) a conduit le Congrès à autoriser – en invoquant cette même section - l'extension des prêts d'urgence aux courtiers.

<sup>2</sup> David Fetting, Lender of More than Last Resort, Federal Reserve Bank of Minneapolis, décembre 2002.

<sup>3</sup> "En vertu du principe de coopération loyale, l'Union et les Etats membres se respectent et s'assistent mutuellement dans l'accomplissement des missions découlant des traités". Article 4.1. du Traité sur l'UE.

<sup>4</sup> The EU's current crisis and its policy effects: research design and comparative findings. G. Falkner, *Journal of European Integration*, 2016 Vol. 38 No 03 219-235.

<sup>5</sup> Ainsi, le choc économique est presque le même en France, en Slovaquie, en Hongrie, en Roumanie et en Lettonie. Cependant, Zsolt Darvas (op. cit.) estime que la France ne recevrait des subventions et des garanties que pour environ 2% de ses revenus (contre 10% pour la Lettonie ou la Roumanie).

<sup>6</sup> The EU's recovery fund proposals: crisis relief with massive redistribution, Bruegel, Zsolt Darvas 17 juin 2020.

<sup>7</sup> Le taux d'intérêt nominal auquel l'UE peut emprunter est d'environ -0,15% par an pendant 10 ans et de 0,3% par an pendant 30 ans.

<sup>8</sup> Le contexte historique et les résultats sont très différents. George Washington avait gagné la guerre d'indépendance en tant que commandant général de l'armée continentale et était le premier président d'une nouvelle nation dont la constitution datait de moins d'un an, lorsqu'il a donné à Alexander Hamilton (son assistant et premier secrétaire au Trésor) la tâche d'éviter une défaillance complète. Hamilton a transféré les dettes des Etats et des collectivités locales au gouvernement fédéral, a émis de nouveaux impôts et a créé une banque nationale pour gérer la dette fédérale.

<sup>9</sup> La structure de défaillance en question pourrait prendre la forme d'une structure paneuropéenne centralisée ou d'un réseau de structures de défaillance nationales. Cette structure prendrait les prêts à leur "valeur économique réelle" et disposerait ensuite de trois ans pour les vendre aux investisseurs. Les actionnaires des banques subiraient immédiatement une perte initiale sur le transfert de la créance (si la valeur de reprise est inférieure à la valeur enregistrée dans les comptes de la banque) et devraient ensuite absorber la totalité de la perte si la structure de défaillance ne parvenait pas à vendre sa créance au prix escompté.

<sup>10</sup> "Les aides accordées aux entreprises par les Etats membres en vertu de l'article 107, paragraphe 3, point b) du TFUE, qui sont acheminées par les banques en tant qu'intermédiaires financiers, profitent directement à ces entreprises. Ces aides n'ont pas pour objectif de préserver ou de rétablir la viabilité, la liquidité ou la solvabilité des banques. De même, les aides accordées par les Etats membres aux banques au titre de l'article 107, paragraphe 2, point b), du TFUE pour compenser les dommages directs subis du fait de l'épidémie de Covid-19 n'ont pas pour objectif de préserver ou de rétablir la viabilité, la liquidité ou la solvabilité d'un établissement ou d'une entité. En conséquence, cette aide ne serait pas qualifiée de soutien financier public extraordinaire au titre de la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil (la BRRD ou directive de redressement des banques et résolution de leurs défaillances) ni au titre du règlement 806/2014 du Parlement européen et du Conseil (« règlement MRU»), et ne serait pas non plus appréciée au regard des règles relatives aux aides d'Etat applicables au secteur bancaire". Si, en raison de l'épidémie de Covid-19, les banques devaient avoir besoin d'un soutien direct sous la forme d'une recapitalisation, de liquidités ou d'une mesure concernant les actifs dépréciés, il conviendrait d'évaluer si la mesure remplit les conditions de l'article 32, paragraphe 4, point d) i), ii) ou iii) de la BRRD. Si ces dernières conditions devaient être remplies, la banque bénéficiant d'un tel soutien direct ne serait pas considérée comme étant en situation de défaillance ou de risque de défaillance. Dans la mesure où ces mesures visent à résoudre les problèmes liés à l'épidémie de Covid-19, elles seraient considérées comme relevant du point 45 de la communication bancaire de 2013, qui prévoit une exception à l'exigence de partage des charges entre les actionnaires et les créanciers subordonnés" (Commission européenne, cadre temporaire pour permettre aux Etats membres de soutenir davantage l'économie face à la flambée de Covid-19, 20 mars 2020).

<sup>11</sup> « (...) la Commission propose un budget de l'UE remanié, s'élevant à quelque 1 100 Mds € entre 2021 et 2027". European Commission Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation {SWD(2020) 98 final} Bruxelles 27 mai 2020.

<sup>12</sup> Si une telle règle s'appliquait aux questions fiscales, la proposition relative au Fonds de relance aurait déjà été adoptée par le Conseil européen (les "quatre frugaux" représentent moins de 10% de la population de l'UE-27).

<sup>13</sup> La dernière modification du traité de l'UE (2009, traité de Lisbonne) a précisé les domaines auxquels s'applique la procédure de vote à la majorité qualifiée.

<sup>14</sup> L'UMC vise plus précisément à: (i) fournir de nouvelles sources de financement aux entreprises, particulièrement petites et moyennes, (ii) réduire le coût d'augmentation de capital; (iii) accroître les options pour les épargnants de l'UE; (iv) faciliter les investissements cross-border et attirer plus d'investissement étrangers dans l'UE (harmoniser les pratiques d'insolvabilité), (v) soutenir les projets à long-terme, (vi) rendre le système financier de l'UE plus stable résilient et compétitif.

<sup>15</sup> Pour les pays non-euro: tous les pays membres de l'UE ont ou vont rejoindre la ZE à l'exception du Danemark, qui dispose d'une dérogation, bien qu'il puisse la rejoindre quand il le veut dans l'avenir. Post Brexit, la proportion de population de la ZE relative à celle de l'UE-27 s'est accrue de 66% à 75%. Le Danemark représente 1,3% des 447 millions d'habitants de l'UE (2,2% du PIB de l'UE27 2019) et n'aura donc qu'une influence marginale sur le futur de l'Union. La Pologne, avec 38 millions d'habitants et un PIB de l'ordre de €500 Mds est beaucoup plus influente, en plus de sa position géostratégique..



#### Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 19 juin 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Document émis par Amundi, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605- € Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP040036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur -75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Date de première publication : 3 juillet 2020.