

THÉMATIQUE

Saut quantique de la zone euro vers une mutualisation de la dette



DIDIER BOROWSKI,
Responsible Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsible Investment Intelligence

L'architecture de la zone euro ne lui permet pas de contenir tous les risques liés au choc actuel. Le recours à une ligne de crédit du Mécanisme européen de stabilité (MES) sans conditions strictes serait de facto un premier pas vers une mutualisation de la dette. Un tel dispositif pourrait ouvrir la voie à un budget européen et à une dette commune.

Les politiques économiques mises en œuvre des deux côtés de l'Atlantique sont sans précédent, tant sur le plan fiscal que monétaire. **Nous assistons à une fusion de facto entre les bilans des banques centrales et des États.** Compte tenu des garanties fournies par les gouvernements de la zone euro pour les entreprises dont l'activité a brusquement été mise à l'arrêt et de l'ampleur de la récession imminente, les dettes publiques augmenteront très fortement et, sans les dispositifs d'assouplissement quantitatif des banques centrales (BCE, BoE et Fed), les rendements obligataires monteraient en flèche. En revanche, les bilans des banques centrales s'envoleraient dans le sillage des dettes publiques. **Les gouvernements sont devenus les acheteurs de dernier recours, tandis que les banques centrales jouent leur rôle de prêteurs de dernier recours. Les politiques budgétaires et monétaires sont aujourd'hui étroitement imbriquées et cette situation n'est pas réversible.**

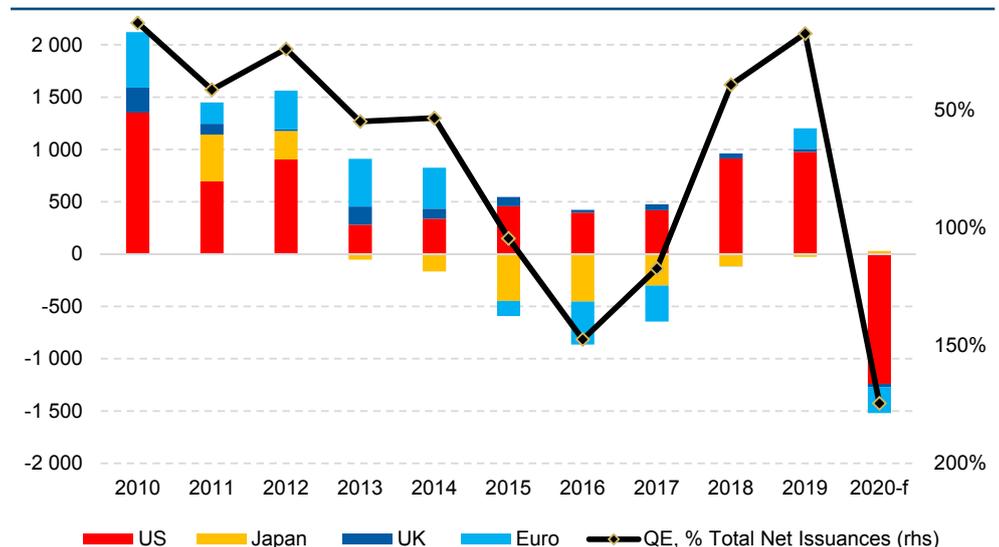
Les crises financières présentent des opportunités de réforme institutionnelle

Historiquement, les crises économiques et financières ont toujours donné aux autorités l'occasion de se doter des moyens appropriés pour les contenir. C'est notamment au lendemain de la crise des années 1930 que la Fed a adopté les statuts qui lui permirent de faire face à la crise de 2008 et c'est grâce à la crise de la dette souveraine de la zone euro de 2012 que la BCE est aujourd'hui en mesure de soutenir (entre autres) les garanties fournies par les gouvernements. La plupart des outils déployés aujourd'hui par la BCE (ou qui pourraient l'être demain) ont été mis en place à l'issue de la crise de 2012 pour sauver l'euro.

Au fil des décennies, le *policy mix* américain est devenu plus flexible et plus transparent. La zone euro, en revanche, n'a pas encore atteint un tel degré de maturité politique. C'est pourquoi la monétisation de la dette

Les outils déployés pour faire face à la crise actuelle orienteront les débats une fois la crise terminée

Émissions souveraines nettes des rachats et des achats des banques centrales (en milliards de dollars)



Source : Amundi, données au 31 mars 2020

Global Views est une nouvelle équipe au sein de la Recherche Globale chargée de consolider la réflexion d'Amundi sur les thématiques macroéconomiques et stratégiques.

THÉMATIQUE

est une option tout à fait envisageable aux États-Unis, alors qu'elle est encore taboue dans certains pays de la zone euro.

L'UEM est incomplète

L'UEM n'est pas en mesure de résister à un choc systémique avec les outils dont elle dispose actuellement. Indépendamment du débat sur la monétisation, **l'architecture institutionnelle et financière de la zone euro n'est pas en mesure de maîtriser tous les risques liés au choc épidémique actuel.** Sans budget fédéral, les gouvernements ont d'abord été contraints d'agir individuellement en prenant des mesures mal calibrées, notamment dans les pays les plus faibles. **Ce ne sera sans doute pas suffisant.** Il est intéressant de noter que l'Eurogroupe a suggéré mardi 24 mars un recours au Mécanisme européen de stabilité (MES) pour l'ouverture d'une ligne de crédit assortie de conditions renforcées (ECCL) à hauteur de 2 % du PIB pour tous les pays membres de la zone euro qui en feraient la demande. Cette ligne de crédit ne serait conditionnée qu'à un « retour à la stabilité ». De toute évidence, l'absence de conditions strictes n'était pas dans l'esprit du MES lors de sa création

en 2012. Toutefois, l'épidémie de coronavirus constitue un choc externe symétrique et l'objection du risque moral devrait disparaître.

Pourtant, il est étonnant de constater que, deux jours plus tard, le Conseil européen des chefs d'État et de gouvernement ne parvint pas à adopter le projet, deux pays - l'Allemagne et les Pays-Bas - refusant toujours d'aller dans cette direction. Nous continuons toutefois de penser qu'une telle ligne de crédit du MES sera, à un moment donné, mise à disposition. Si tel est le cas, **ce serait de facto un premier pas vers une mutualisation de la dette.**

Au final, les outils déployés pour faire face à cette crise orienteront inévitablement les débats une fois celle-ci derrière nous. Les dirigeants européens seront alors contraints de reconnaître qu'un budget fédéral et un instrument de financement uniques pour la zone euro auraient été plus efficaces pour gérer la crise. **La naissance d'un budget européen et d'une dette commune (éventuellement monétisée) sera peut-être l'empreinte institutionnelle de cette crise sur l'histoire, celle d'une marche forcée vers plus d'Europe !**

Achévé de rédiger le 30/03/2020

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 Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High Yield Real Estate
ESG Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

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.msclbarra.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 d'« 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 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

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - krisanapong detraphiphat

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Rédacteur en chef adjoint

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence
BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche
PONCET Benoît, équipe de Recherche

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit
FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit
DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit
LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit