

## Lettre n°11

### Europe, encore un effort !

« *Tout vient à point à qui sait attendre* » Rabelais

Quelles attentes de croissance ? Quelle solidarité récente ou prochaine ? Quelle position sur la Bourse européenne ? Telles sont les questions que nous pouvons envisager dans cette note et, dans la ligne du mot de Rabelais en incipit, la tonalité sera optimiste. Certes, point de fédéralisme mais plus d'intégration. Certes, point de mutualisation de la dette existante mais plus de solidarité devant l'épreuve. En 410, les goths menés par Alaric, en 455 les vandales conduits par Genséric, en 472, les ostrogoths et pire, en 1527, les lansquenets de l'Empereur Charles Quint ont fait le sac de Rome, l'ont pillé car elle était la plus riche. Aujourd'hui, l'Italie, affaiblie mais point sans ressources, demande, sollicite, conjure la mise en œuvre d'un plan de soutien et il s'agit pour l'Europe d'être à la hauteur, de venir en aide à Rome et de faire preuve de solidarité. La BCE, sous la baguette de Christine Lagarde qui a recueilli la succession de Mario Draghi, a été diligente et la Commission européenne a été réactive. Gageons que le Conseil entérinera un plan de relance audacieux et que les Pays-Bas cesseront d'entretenir les brandons de la discorde. Cette troisième dimension est fondamentale et les marchés s'inquiètent. Nonobstant les mesures déjà annoncées, l'écart de taux entre la dette italienne et la dette allemande ne cesse de s'écarter et aussi concentrerons nous le propos sur ces sujets laissant à une prochaine note l'approfondissement des politiques communes, les relations avec la Chine et les Etats-Unis.

#### Quelles attentes de croissance ?

Début 2020, la Commission européenne anticipait une croissance du PIB de 1.1%. Dans ses dernières estimations, elle redoute un recul moyen de 7.7% avec une diminution du PIB plus accentuée en France, -8.2%, en Italie, -9.5%, en Espagne, -9.4% et plus modérée en Allemagne, -6.5%. Même la Suède, moins stricte dans le confinement que les pays du Sud, devrait subir un recul de 7% du PIB, notamment car 30% de ses exportations sont à destination de l'Europe. Rien de comparable toutefois avec le recul du PIB de 14% annoncé par la Banque d'Angleterre pour le pays. La Commission escompte aussi un rebond de 6.3% en 2021 pour l'ensemble de la zone. Après un excédent budgétaire enviable de 0.6% en 2019, l'Europe devrait subir un déficit budgétaire de 8.5% cette année. Des chiffres flatteurs par rapport aux Etats-Unis, en déficit de 4.5% en 2019 et probablement de 15% du PIB en 2020. Mais point de raison de s'enorgueillir car la dette publique atteindra 103% du PIB et le taux de chômage moyen atteindra 9% après 6.7% en 2019. Là encore, le contraste est grand avec les Etats-Unis puisque le taux de chômage y passe de 3.6% à près de 20%.

Le déconfinement est amorcé et il est important pour chaque Etat européen de réussir car, à cause du repli de chaque Etat à l'abri de ses frontières, la libre circulation des marchandises est entravée.

#### Quel effort européen ?

Avant d'apprécier l'effort de solidarité, rappelons quelques chiffres : le PIB de l'Union Européenne, c'est Euros 16000 milliards à comparer à \$22000 milliards aux Etats-Unis et \$14000 milliards en Chine, le budget annuel Euros 150 milliards. A la veille de cette crise, les négociations sur le budget des sept prochaines années 2021-2027 étaient décevantes. La Commission avait proposé d'augmenter le budget à 1.11% du PIB mais les discussions avaient temporairement échoué à 1.06% car les Pays-Bas, l'Autriche, la Suède et l'Allemagne étaient contre un effort budgétaire. A la lumière du budget fédéral américain, 18% du PIB, ou des dépenses publiques moyennes des pays de l'Union Européenne, 47% du PIB, on pouvait mesurer les égoïsmes nationaux et on en venait à désespérer d'une avancée. L'Europe a comme handicap face à la Chine ou aux Etats-Unis de ne pas être une nation. Elle est, comme disait **Paul Valéry** un cap et, souvent, on pourrait ajouter qu'elle n'a pas de cap.

Dans ce contexte, lors du déclenchement de la crise, l'intervention rapide de la BCE, le soutien de la Commission ont constitué des éléments roboratifs, même si la partition jouée par les Pays Bas, le nouveau « Mr No » de l'Union, est bien triste. Sans cosigner l'appel des neufs pays du Sud pour une mutualisation, l'Allemagne s'est montrée réceptive à un effort communautaire.

Sous l'angle monétaire, délicate était la position de la Banque centrale, mais elle n'a pas attendu 4 ans comme en 2008 pour agir. Elle a été prompte et diligente pour s'engager à Euros 1000 milliards d'achats d'obligations souveraines d'ici la fin de l'année, pour renoncer au principe de rachat homothétique par pays, dépasser le maximum historique d'achat de 33% des émissions d'obligations publiques d'un Etat et privilégier les achats d'obligations des pays les plus endettés. Elle accepte dorénavant des obligations BB comme collatéral, c'est-à-dire 2 notes en dessous de la règle jusqu'alors en vigueur et elle achète la dette grecque pourtant classée en catégorie spéculative. La BCE a également accru le LTRO, « Longer Term Refinancing Operations », annoncé une hausse des achats d'obligations d'entreprises d'Euros 120 milliards cette année et décidé d'accepter les obligations « pourries » comme garanties pour des crédits accordés. De ces mesures, de ces prêts garantis, on pourra craindre un maintien en activités d'entreprises « zombies » mais on reconnaîtra l'audace. En résumé, le bilan de la BCE, Euros 2000 milliards en 2015 et Euros 5200 milliards aujourd'hui, soit 40% du PIB de la zone Euro, va sensiblement augmenter.

Certains voudraient aller plus loin avec l'émission de dette perpétuelle mais la BCE n'est pas encore autorisée à acheter des obligations d'une échéance supérieure à 30 ans et ces obligations perpétuelles présenteraient un coût. A court terme, la BCE doit surmonter le jugement critique de la Cour Constitutionnelle allemande de Karlsruhe sur le plan de soutien 2015, les Euros 2600 milliards d'achats entre 2015 et 2018, une nouvelle attaque contre l'indépendance de la BCE, un refus d'accepter une entorse au principe de proportionnalité dans le rachat, cette idée, déjà rejetée par la Cour de Justice Européenne en 2018 et à nouveau il y a deux jours, que le droit allemand serait supérieur au droit européen. La BCE dispose de deux mois pour montrer que ces achats ont constitué la bonne politique pour atteindre l'objectif d'inflation de 2% et elle n'a pas grand-chose à craindre car, nonobstant les critiques, le jugement acte que la BCE n'a pas monétisé la dette, n'invalide pas le plan actuel d'Euros 1000 milliards et note que « la banque centrale allemande peut continuer à participer au programme d'achat commun ». Sous un angle politique, une mise au point par Angela Merkel serait néanmoins bienvenue car donner la primauté au droit des pays sur le droit européen, ce serait faire le jeu de la Hongrie et de la Pologne et accentuer le chacun pour soi.

Après l'angle monétaire de la BCE, intéressons-nous à l'angle budgétaire : l'application du pacte de stabilité, la limitation du déficit à 3% du PIB ont été mises entre parenthèses dès les premiers jours de cette crise et, à la Commission de Bruxelles certains rêvent d'une nouvelle définition du déficit, excluant les dépenses d'infrastructures et d'innovation, facteurs de compétitivité pour les entreprises et les dépenses de santé, facteur d'efficience pour les salariés. Saluons la Commission qui, rapidement, a décidé d'un programme d'Euros 540 milliards répondant à une logique de mutualisation avec trois composantes : Euros 240 milliards d'activation du MES, Mécanisme européen de solidarité, pour aider sans conditionnalité les pays demandeurs à hauteur de 2% de leur PIB. Ensuite, Euros 200 milliards, de garanties apportées aux entreprises par la BEI, Banque européenne d'investissement. Enfin, un fonds d'Euros 100 milliards pour financer le chômage partiel.

En quelques semaines, sous l'emprise de la nécessité, des avancées indéniables ont donc été réalisées par la BCE et par la Commission. L'Europe a fait montre de plus de solidarité que l'Etat fédéral américain dans son plan d'aides de \$2000 milliards. A ce jour, l'Europe a mis à disposition Euros 540 milliards d'aides et elle prépare un plan de relance alors que le Sénat américain a refusé d'octroyer plus de \$150 milliards aux Etats, que tous réclament davantage et que certains, notamment New York, l'Illinois ou le New Jersey menacent de se mettre en faillite.

Troisième volet de mesures, en discussion, l'adoption d'un plan de relance par le Conseil européen, la traduction d'une solidarité sans conditions pour couvrir le coût de cette crise d'origine sanitaire. Mettre en place des « corona bonds » eut été trop long car il eut fallu un changement des traités, l'approbation de chaque parlement national et les Pays Bas refusent de financer des emprunts non assortis d'engagements de réformes. Pour contourner cette pierre d'achoppement, l'idée française un peu médiane entre les attentes du Sud et les réticences du Nord serait de lever Euros 150 à 300 milliards/an jusqu'en 2023 de dette mutualisée, remboursable sur 40 ans avec délai grâce de 3 ans. L'objectif serait, en liaison avec le budget européen, de financer la relance avec un accent européen sur l'innovation, le pacte vert européen et la souveraineté industrielle européenne. Le plan pourrait, selon les estimations, atteindre entre Euros 500 milliards et Euros

2000 milliards, sans doute sous forme de garanties communes. L'idée est celle d'un plan coordonné pour éviter une politique du chacun pour soi qui provoquerait des distorsions de concurrence et avantagerait les allemands, moins touchés et plus riches. Ce ne sont pas simplement les pays du Sud qui profiteront du plan mais également l'Allemagne et les Pays Bas, parmi les pays les plus ouverts sur l'extérieur, car ils souffrent d'un ralentissement des exportations, notamment vers l'Europe du Sud.

Le plan communautaire s'ajouterait aux mesures budgétaires mises en œuvre à l'échelle de chaque pays, -soit à ce jour, 1.1% du PIB en Espagne, 2.4% en France, 6.9% en Allemagne (Euros 123 milliards), 0.9% en Italie- et aux garanties octroyées par les Etats, l'équivalent de 38% du PIB en Allemagne, 14% en France, 29% en Italie, 9% en Espagne (source Institut Brueghel).

## **Quelle position sur la Bourse européenne ?**

Nulle région du monde n'aura additionné autant d'aides pour relancer l'économie car, aux trois chapitres de l'action européenne s'ajoutent les dépenses massives des Etats. Telle est la raison de notre surpondération de l'Europe dans les grilles d'allocation régionale.

A ce jour, la reprise des cours, en Europe comme aux Etats-Unis est à l'inverse de celle de 2009. Les investisseurs ont privilégié la technologie, le secteur de la santé, les valeurs défensives, négligé les valeurs cycliques, vendu massivement les valeurs bancaires ou pétrolières et la question est de s'attendre éventuellement à une nouvelle phase de hausse animée par ces thématiques délaissées. Nonobstant l'ampleur des subsides financiers présentés ci-dessus mais, aussi longtemps que ne sera pas conjuré le risque d'une reprise de la contamination, d'une deuxième vague de confinement, la prudence sur ces valeurs doit encore prévaloir.

Si le marché boursier européen affiche un redressement moindre que le marché américain, c'est partiellement imputable à l'absence des grandes valeurs du numérique, l'équivalent du fameux top 5 des GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft), aujourd'hui valorisé à \$5200 milliards, 20% de la capitalisation du S&P500, en hausse de plus de 10% cette année quand les 495 autres valeurs reculent toujours de 13%. Mais le marché européen, Suisse inclus, est riche de belles valeurs défensives de qualité. A titre d'illustration, on n'achètera pas encore, autrement qu'à titre de touche spéculative, Airbus à -62% par rapport au plus haut, Air France à -56%, Renault à -52%, ING à -57%, Société Générale à -55%. On préférera encore Essilor à -30%, Air Liquide à -28%, Dassault Système à -27%, Hermès à -26%, Sanofi à -20%, Roche à -17% ou Danone à -17%.

**Conclusion : « Toute puissance est faible à moins que d'être unie » La Fontaine dans le vieillard et ses enfants.**

### **L'avantage de l'Euro :**

La crise a fait ressortir que les pays les mieux armés sont également les moins endettés et cette leçon n'est pas nouvelle. Mais l'appartenance à la zone Euro profite à tous. Un exemple, la France, grâce à l'Euro, profite de taux bas et en, 2020, la charge d'intérêts sur une dette à 115% du PIB ne devrait être que d'Euros36 milliards, moins qu'en 2011, Euros 46 milliards, avec une dette à l'époque un peu supérieure à 92% du PIB. L'Euro, une devise encore jeune, sert à plus de 20% des transactions internationales et, après seulement 2% de variation contre \$ depuis le début de l'année, devrait continuer à faire preuve de stabilité. Dans l'immédiat, l'objectif de l'Europe doit être clair, empêcher l'attaque des marchés sur la dette d'un Etat, en l'occurrence l'Italie, prévenir un défaut en affichant une solidarité dans la gestion de la crise actuelle, en mutualisant l'effort en faveur du plan de relance.

### **Le nécessaire approfondissement de l'Europe :**

L'Europe doit avoir conscience de ses atouts. Elle est la première puissance commerciale du monde et son marché intérieur est riche. Dans une optique plus longue, l'Europe doit écarter de son sein les pays qui ne partagent pas les valeurs démocratiques, réduire drastiquement les aides régionales à des pays qui savent profiter des mannes bruxelloises mais tournent le dos à l'idéal commun. L'Europe doit progresser sur la voie de l'intégration industrielle avec de nouveaux programmes comme l'Europe des batteries, avancer sur la voie

de l'indépendance militaire avec un budget de la défense communautaire, investir sur la voie de l'autosuffisance dans des secteurs stratégiques comme le médical. La solidarité existe puisque la contribution nette annuelle de l'Allemagne s'élève à Euros 10 milliards et le bénéfice net pour la Pologne approche Euros 8 milliards mais il faut aller plus loin.

La solidarité doit être consolidée car pour tous les pays, la sortie de crise, la reprise de la demande et la réduction du chômage risquent d'être plus lentes qu'escomptée. L'épargne de précaution devrait perdurer et beaucoup d'entreprises, dans des secteurs fragilisés comme l'aéronautique, le tourisme risquent d'être confrontées à des difficultés financières, à un excès d'endettement et à une baisse de compétitivité suite à l'aggravation des coûts sanitaires si elle n'est pas compensée par une hausse de la durée du travail ou une diminution des coûts salariaux. Aussi, n'est-il nullement assuré, comme le prétend la doxa actuelle que les Etats pourront réduire leurs déficits budgétaires dès le début 2021.

### **La nécessaire affirmation internationale de l'Europe :**

La division est inhérente à l'Europe, un fruit de son histoire, un héritage de nombreux siècles de conflits. Comme l'a noté *Milan Kundera* : « *L'Europe, le maximum de diversité dans le minimum d'espace* ». Aujourd'hui, les menaces sont souvent extérieures à l'Europe. Les Etats-Unis de Trump rêveraient de voir l'Europe se dissoudre, la Chine de Xi exploite les divisions, la Russie de Poutine est à l'affût avec le même objectif, là où le projet de Gorbatchev de « Maison Europe » eut été une meilleure carte. Autant de raisons pour renforcer la cohésion.

Genève, le 11 mai 2020



Bruno Desgardins  
Directeur de la Gestion

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.