

## Lettre n°22

### La nouvelle dynamique européenne

« *Leurs rivalités et leurs débats aiguës ont développé les intelligences* », Hume

Cette analyse des raisons des succès de la Grèce antique est éclairante. Selon Hume, l'autonomie de chaque cité, la concurrence entre Athènes, Sparte et les autres, a stimulé l'ensemble. Comme il l'écrivait dans « De la naissance et du progrès des arts et des sciences » en 1742, à propos de l'Europe, la division fait la force. Un propos contre-intuitif mais l'avantage de la pluralité c'est de favoriser la liberté de pensée et de juger de chacun, d'encourager l'esprit critique.

Depuis un an, avec la nouvelle Commission menée par Ursula Van der Leyen et la détermination affichée par Angela Merkel et Emmanuel Macron, les rivalités, les débats aboutissent à des résultats concrets et les avancées se multiplient : Économique, avec le plan de relance de €750 milliards, soit 5% du PIB européen ; financière, avec l'élargissement du rôle du MES, Mécanisme Européen de Stabilité, à la défense des banques en cas de nécessité ; monétaire, avec l'action de la BCE ; commerciale, avec l'union affichée face à la Chine ; numérique, avec la préparation du Digital service act destiné à réguler les GAFAM ; politique enfin, avec la mise au pas de la Hongrie et de la Pologne, désormais dans l'impossibilité d'esquiver, dévoyer, voire piétiner la démocratie. A toutes ces initiatives, on devrait ajouter le lancement de l'Europe des batteries, les réflexions sur l'Europe de la défense, l'Europe de l'énergie et on en oublie.

L'Europe, grande puissance économique mais nain politique, s'affirme, entre ou aux côtés des Etats-Unis et de la Chine et, comme nous l'avons noté dans la Lettre 14 du 6 juillet, on peut parler d'un monde tripolaire. On peut écrire que les européens se sont rassemblés pour tenter de rester aux commandes de leur destin.

Envisageons donc, les dimensions économique, monétaire et politique de cette nouvelle dynamique.

***Sous l'angle économique***, soulignons l'ampleur, la rapidité et la portée de ce plan.

Le plan de relance, c'est plus de dettes mais avant tout une opportunité à saisir pour dynamiser l'Union car la croissance réelle ces dix dernières années n'a guère excédé 1%.

#### - ***L'ampleur :***

€750 milliards, c'est l'équivalent de 5% du PIB européen, cinq fois le budget annuel de l'Union Européenne. €312 milliards de subventions, €360 milliards de prêts que les Etats sont libres ou non de contracter et €78 milliards destinés à abonder des programmes européens d'avenir entre 2021 et 2027 pour accroître la productivité et améliorer la stabilité macroéconomique. Un plan réclamé par la France, accepté par l'Allemagne, jusqu'alors rétive à une relance keynésienne et hostile à une mutualisation de la dette.

L'Italie recevra en subventions €65 milliards, l'Espagne €59 milliards, la France €40 milliards, la Pologne €23 milliards et la Hongrie €7 milliards, la Grèce €16 milliards. Les montants de subventions reçus ne doivent pas dépasser 6,8% du revenu de chaque état membre.

Des €360 milliards de prêts, le taux pour chacun des emprunteurs sera plus attractif qu'un emprunt direct car l'Union bénéficie d'une note AAA et il n'y aura point de mise sous tutelle pour ces Etats, même si des réformes structurelles sont souhaitées. Cette seconde émission de dette communautaire, après celle destinée à financer le plan SURE d'indemnisation du chômage, petite par son montant au regard du PIB, intéresse beaucoup les investisseurs.

On avait peine à comprendre les réticences des quatre pays « frugaux » du Nord. Si leur ratio dette publique/PIB était faible à 33% au Danemark, 35% en Suède, 49% aux Pays Bas selon Eurostat, leur dette privée n'a rien

d'exemple, 280% du revenu disponible net au Danemark, 240% aux Pays Bas à comparer avec 87% en Italie. De surcroît, les 4 pays frugaux avaient intérêt au compromis car ils exportent beaucoup vers ces pays. La Suède, par exemple, effectue 2/3 de ses exportations vers les pays européens. Ces pays comptent 42 millions d'habitants, soit moins de 10% de la population européenne et réalisent moins de 50% du PIB allemand.

On comprend l'abandon du veto par la Pologne et la Hongrie, leur crainte d'un plan de substitution pour les 25 autres membres, car leur dépendance aux mannes communautaires est élevée : près de 5% du PIB/an pour la Hongrie ces dernières années et 3.5% pour la Pologne. Le Ministre de l'économie polonais l'a reconnu, 1/4 de la croissance du pays ces dernières années a résulté de ces aides et avec les indispensables investissements de reconversion énergétique, les subsides européens seront bienvenus. Gageons que le respect de l'Etat de droit finira par s'imposer à ces deux pays.

#### - **La rapidité :**

Evitée l'erreur de 2010 et l'imposition d'une politique d'austérité qui faillit être fatale à la Grèce et est très bien décrite par Obama dans ses mémoires, quand il décrit son incapacité alors à faire adopter un plan de relance mondiale.

Rien à voir cette fois-ci et, aux esprits chagrins, prompts à dénoncer les lenteurs de l'administration bruxelloise, on objectera un déblocage rapide des fonds. 70% des versements seront versés en 2021 et 2022, le solde en 2023. La rapidité est une clé car la récession est forte, -7.3% cette année, +3.9% en 2021 et +5% en 2022, selon les estimations de la BCE.

#### - **La portée :**

L'argent du plan de relance ne doit pas servir à financer des hausses de salaires ou le chômage partiel. Certains comme Xavier Timbeau dénoncent ainsi « un plan de relance sans relance » mais le but est d'accroître la compétitivité de l'Union. 37% des dépenses engagées devront notamment être dédiées à la transition énergétique (rénovation thermique...) et 20% à digitalisation de l'économie (capacité de cloud industriel pour offrir des services de santé, pour favoriser la mobilité urbaine...). En parallèle du plan de relance, les fonds structurels ne vont plus financer la production d'énergie fossile après 2025. Rappelons que « L'Airbus des batteries » prend forme avec l'ouverture de la 1ère usine en France en 2023 et en Allemagne en 2024 mais, en 2030, la production ne couvrirait que 10% de la demande européenne.

Parmi les ambitions des différentes mesures, la relocalisation de certaines industries avec l'objectif de redresser quelque peu le poids de la valeur ajoutée industrielle dans le PIB, tombé, selon l'OCDE à 29% en République tchèque, 24% en Allemagne, 15,8% en Espagne, 14,8% en Grèce et 13,5% en France.

Longtemps, simple incantation des plus fervents européens, ce plan encore inattendu au début de l'année, eût été impossible avec les anglais. Aux esprits critiques, c'est le premier exemple de mutualisation de dettes au sein de l'Union. Ce jalon vers l'intégration désarmera les opposants à l'Europe, car, à l'instar de la signature du Traité de Rome en 1957, des élargissements successifs, des accords de Maastricht, c'est un des moments forts d'affirmation de cette puissance.

A ce plan de relance européen correspond un financement communautaire. La taxe plastique entre en vigueur début 2021. Ensuite sont attendues, une taxe carbone, une taxe GAFAM d'autant plus logique que ces acteurs ont profité de la crise, et peut-être une taxe sur les transactions financières.

**Sous l'angle monétaire**, le taux d'endettement de la zone Euro abaissé de 95% du PIB en 2013 à 85% en 2019 va s'aggraver d'une vingtaine de points. En 2019, selon le FMI, la BCE détenait 21% de la dette Espagnole, 19% de la dette Allemande et Italienne, 16% de la dette d'Etat française, 5% de la dette Grecque et, à titre de comparaison, la Fed détenait 17% des Treasuries. En 2020, ce pourcentage augmente rapidement. De janvier à septembre les Etats se sont endettés d'€1000 milliards et les entreprises de €500 milliards.

Le taux d'inflation, ces derniers mois, est négatif et sur l'année 2020 ne devrait pas excéder 0.2%, un chiffre lointain de l'objectif de 2% fixé par la BCE. L'appréciation de l'Euro, contre le \$, déjà 8.4% cette année, va encore réduire l'inflation et la BCE a donc toute latitude pour mener une politique agressive de soutien monétaire.

Le PEPP, programme de rachat de la dette publique et de la dette privée, va courir jusqu'en mars 2022. €2400 milliards seront ainsi déboursés par la BCE. Le LTRO, Programme de financement à long terme à taux négatif pour les banques à -1% est prorogé jusqu'à juin 2022 et permet aux banques de gagner de l'argent sur leurs prêts. Ces diverses actions de la BCE poursuivent 4 objectifs : relancer la croissance, absorber les dettes (70% des émissions cette année selon le FMI, à comparer avec 75% au Japon, 57% aux Etats-Unis et 50% en Grande Bretagne), porter l'inflation à 2 %, (-0,3 en novembre) et freiner l'appréciation de l'€.

La rapidité de réaction de la BCE contraste avec la gestion de la crise de 2012. Les marchés ne s'y trompent pas car en dépit d'un endettement public élevé, les dettes à 10 ans de la Grèce, de l'Italie, de l'Espagne et du Portugal se traitent respectivement à 0.6%, 0.55%, 0 et -0.1%. Rien à voir avec l'année 2012 quand la dette grecque à 10 ans coûtait 37%, la dette portugaise 17%... Les dettes sont substantiellement plus élevées qu'à l'époque mais aucune crise de solvabilité d'un Etat n'est en vue. En 2012, pour le Portugal, s'endetter à 17% bloquait la croissance. En 2020, s'endetter à zéro est une opportunité à saisir pour élever le potentiel de croissance, investir dans les infrastructures et gagner en compétitivité.

De l'encours d'obligations à taux négatifs évalué à près de \$18 000 milliards par Bloomberg, une part importante est en Europe et, c'est un atout. A titre d'exemple, la France, en 2020, s'est financée en moyenne à 11 ans à un taux de -0.14% à comparer avec l'année 2008 caractérisée par un endettement moyen à 8 ans, à un taux de 4.10%. Si la dette publique fin 2020 atteint 120% du PIB, les frais financiers n'excèdent pas 1.4% du PIB. Pour mémoire, en 2005, la dette représentait 67% du PIB mais coûtait 2.7% du PIB.

Nonobstant l'avantage d'un financement à taux zéro pour de nombreux pays européens, le maintien d'un faible endettement public, est un avantage pour l'Allemagne.

N'empêche que la vertu, le maintien d'un faible endettement public, est un avantage pour l'Allemagne. Fin 2020, son ratio de dette publique ne sera qu'à 75% du PIB après avoir mobilisé infiniment plus d'argent que les autres pays et cela rejaillira sur son potentiel de croissance futur. A fin septembre, le PIB allemand était encore 4.2% inférieur au niveau de la même période en 2019 (France toujours 4.3% inférieur et Italie 4.7% inférieur et Espagne 8.7% inférieur) mais le redressement sera plus rapide.

**Sous l'angle boursier**, la valorisation du marché européen est attractive si on la compare au marché américain. Le moindre pourcentage des valeurs technologiques dans les indices est une raison mais l'attrait récent des investisseurs pour les valeurs cycliques et les valeurs financières a permis aux marchés européens de surperformer le marché américain en novembre et cette tendance devrait se poursuivre en 2021.

Même sous l'angle technologique, on a la satisfaction de voir une multiplication du nombre de « licornes » en Europe, ces sociétés naissantes riches d'une valeur boursière supérieure à €1 milliard. En France, il n'y en avait pas, il y en a désormais une dizaine. Snowflake est évalué \$92 milliards.

**Sous l'angle politique**, il faut éviter « le fantôme de la liberté » en Hongrie et en Pologne et ainsi, suite à l'accord du 5 novembre, il suffira d'une majorité qualifiée au Conseil, 55% des pays, représentant 65% de la population, pour suspendre le versement des aides à un Etat coupable de dérive illibérale et de non-respect de l'indépendance de la justice. La Pologne et la Hongrie ne pourront plus bloquer une telle décision, tout au plus la différer en faisant appel à la Cour de Justice Européenne.

A l'approche des élections en Hongrie au printemps 2022, l'accent sera mis sur la corruption du clan Orban et le détournement des fonds européens à son profit. En Pologne, le parti au pouvoir, le PIS, a déjà perdu en 2019 les élections locales dans les grandes villes en Pologne et représente à peine plus de la moitié de la population. Rien n'est gravé dans le marbre. Comme le rappelle, l'écrivain Tchèque, Milan Kundera, ces pays ont depuis des siècles participé à la grande aventure de la civilisation occidentale, le gothique, la Renaissance, la Réforme et ils méritent leur place en Europe.

## **Conclusion**

Le regretté Steiner écrivait « L'Europe vit dans la sérénité du souvenir ». Cette image est dépassée et l'Europe, grâce à l'abandon par l'Allemagne de l'orthodoxie budgétaire et à son acceptation d'une mutualisation européenne, peut enfin, se projeter dans l'avenir.

### ***L'Europe, 1ère puissance commerciale :***

Fort d'un marché de 440 millions de consommateurs (après la sortie du Royaume-Uni), plus ouvert sur l'extérieur que les Etats-Unis et la Chine, puisque les exportations représentent 47% du PIB contre 12% aux Etats-Unis et 18% en Chine, le marché européen des 27 suscite des convoitises. Le PIB de l'Union Européenne, c'est €14 000 milliards dont €3400 milliards pour l'Allemagne, €2400 milliards pour la France, €1800 milliards pour l'Italie, €1250 milliards pour l'Espagne. L'Europe doit également orienter son excédent d'épargne, son excédent courant, 3.5% du PIB contre 1.1% en Chine et -3% aux Etats-Unis, vers le financement de secteurs d'avenir.

### ***L'Europe, un modèle économique original :***

Entre Etats-Unis et Chine, la zone Euro se caractérise par un niveau de dépenses publiques, 47% du PIB en moyenne, supérieur aux 35% observés aux Etats-Unis et au niveau chinois. L'Europe a développé avec succès un modèle social généreux, un modèle moins obsédé par le profit à court terme, un modèle plus soucieux des enjeux climatiques qu'elle doit défendre et promouvoir et elle doit étendre l'usage de l'Euro comme alternative au \$. A l'heure où le néolibéralisme, en vogue sous Thatcher et Reagan, est dénoncé comme générateur d'un accroissement des inégalités, l'Europe peut faire entendre sa musique et réduire la fracture sociale en recherchant une croissance plus inclusive, en investissant plus dans l'éducation et la santé et en s'inspirant du succès du modèle suisse dans l'apprentissage.

### ***L'Europe, un acteur en puissance sur la scène politique mondiale :***

Quelle ambition pour l'Europe ? Être un acteur diplomatique comme le souhaite la France ou n'être qu'une puissance commerciale comme le souhaitent les autres ? S'intercaler entre les Etats-Unis et la Chine sur la scène internationale ou afficher une neutralité sur les grands sujets ? L'Europe fut constituée avec pour seules ambitions l'évitement de nouveaux conflits et la réalisation d'un grand marché. De ce projet, l'ambition de jouer un rôle politique, diplomatique sur la scène internationale n'apparaissait pas et, l'Union peine à arrêter des positions communes, fait souvent entendre des voix discordantes et compte beaucoup de membres peu soucieux de faire entendre leur voix sur la scène internationale.

Aujourd'hui, entre le repli américain et l'offensive de la Chine qui a investi en Europe €150 milliards depuis 2010, entre un certain isolationnisme et la volonté de Xi Jinping de renforcer le secteur public pour constituer des groupes leaders à l'échelle internationale, entre les droits de douane imposés par l'administration américaine et la concurrence chinoise, parfois déloyale, une évolution s'impose.

La constitution d'une Europe de la défense, la définition d'une politique migratoire aux frontières de l'Union, l'affirmation de l'Europe dans la lutte contre le réchauffement climatique, sont autant de chantiers. L'Europe ne doit pas être sur la défensive mais dans l'implication comme acteur.

Genève, le 14 décembre 2020

  
Bruno Desgardins  
CIO