

# Economie

## La fin de l'Europe unijambiste ?

Jeudi 28 Mai 2020

**Bruno Cavalier** - Chef Economiste  
bruno.cavalier@oddo-bhf.com  
+33 (0)1 44 51 81 35

**Fabien Bossy** - Economiste  
fabien.bossy@oddo-bhf.com  
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

*Pour avancer, il est préférable d'avoir deux jambes plutôt qu'une. Pour stabiliser le cycle, il vaut mieux avoir deux moyens d'intervention, monétaire et budgétaire. L'Europe est ainsi faite que les politiques budgétaires sont décentralisées, par suite non-coordonnées, et sous-optimales. Il n'y a pas de stabilisation budgétaire à l'échelon de l'Europe. Dans les situations d'urgence, tout ou presque repose sur la BCE, ce qui n'est pas sans poser problème, comme l'a rappelé récemment la cour constitutionnelle allemande. La crise oblige à revoir comment organiser le policy-mix. On examine ici les propositions défendues par l'Allemagne et la France et reprises par la Commission, et leur implication pour la BCE.*

### Rééquilibrer le policy-mix en Europe

On hésite à commencer par la citation de Jean Monnet au sujet de l'Europe qui se bâtit dans les crises<sup>1</sup>. Le propos a été tant de fois répété depuis dix ans qu'il paraît galvaudé. Mais reconnaissons qu'il s'applique bien aux circonstances présentes. Tout d'abord car l'Europe traverse une crise économique gravissime, inédite en temps de paix. Ensuite car cette crise met en évidence combien le *policy-mix* est incomplet et déséquilibré. Partout ailleurs, dans les situations d'urgence, on combine la politique monétaire et la politique budgétaire. L'Europe manque d'un outil budgétaire central destiné à stabiliser le cycle, si bien que pour progresser, il faut marcher sur une seule jambe. Autrement dit, il faut compter sur la BCE seule, ce qui suscite de nombreuses critiques<sup>2</sup>. Deux événements récents invitent à reconsidérer le rôle de la BCE et par extension le *policy-mix* européen. L'un est l'avis de la Cour constitutionnelle allemande du 5 mai, l'autre est l'initiative budgétaire proposée par l'Allemagne et la France le 18 mai, qui constitue le socle du Plan de Relance proposé par la Commission européenne hier.

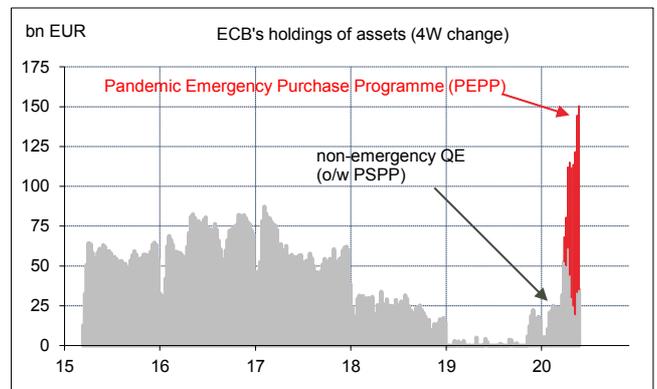
➤ **La BCE dans la crise actuelle** – La BCE a véritablement compris la gravité de la situation le 18 mars. Lors d'une réunion d'urgence, elle a créé un programme spécial d'achats d'actifs, le PEPP, doté de 750Md€ et destiné à éviter l'écartement des spreads intra-zone et la fragmentation des conditions financières<sup>3</sup>. Depuis début mars, le bilan de la BCE a grossi de près de 900Md€ (tableau de gauche). Pour l'essentiel, cela tient à l'extension des lignes de liquidité pour les banques et à, l'achat de titres sur les marchés de crédit, principalement via le PEPP (graphe de droite).

**BCE : bilan simplifié de l'Eurosystème**

**BCE : achats d'actifs**

Eurosystème consolidated statement (bn€)					
Assets			Liabilities		
	6 Mar.20	22 May		6 Mar.20	22 May
Gold	471	510	Banknotes	1280	1348
FX Reserves	346	361	Deposits	2475	3228
Lending to EZ banks	617	979	- o/w held by banks	1910	2245
- o/w (T)LTRO	616	979	- o/w EZ residents	384	631
- o/w MRO	1	0	- o/w non EZ residents	181	353
Securities	2875	3198	Other liabilities	947	979
- o/w gov.bonds (PSPP)	2134	2217	(incl.capital & reevaluation account)		
- o/w corp.bonds (CSPP)	196	213			
- o/w covered.bonds	271	281			
- o/w PEPP (emergency)	0	212			
Other assets	394	507			
<b>TOTAL</b>	<b>4702</b>	<b>5555</b>	<b>TOTAL</b>	<b>4702</b>	<b>5555</b>

Sources : BCE, Odo BHF Securities



<sup>1</sup> "J'ai toujours pensé que l'Europe se ferait dans les crises, et qu'elle serait la somme des solutions qu'on apporterait à ces crises" (Mémoires, 1976)

<sup>2</sup> Voir notre Flash éco du 10 octobre 2019 : "BCE : critique de la critique".

<sup>3</sup> Voir notre Flash éco du 19 mars 2020 : "Du gros paquet de Draghi au PEPP-Show de Lagarde".

**Risque de conflits d'intérêts:**

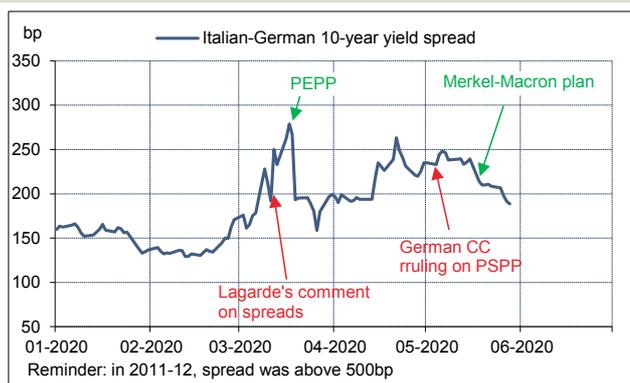
ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



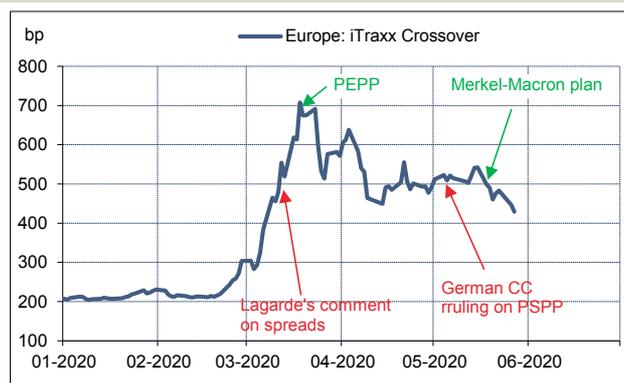
Depuis fin mars, le montant des achats de la BCE s'est élevé à 212Md€ au titre du PEPP, et à 301Md€ si on ajoute les autres programmes. Même si les situations ne sont pas identiques, notons que les achats de titres par la Fed ont été environ cinq fois plus importants sur la même période. Une augmentation de l'enveloppe du PEPP a été discutée lors de la réunion du 30 avril, et il y a tout lieu de penser qu'elle sera décidée à la réunion du 4 juin. De l'avis général des officiels de la BCE, le PEPP est l'instrument le plus efficace pour répondre aux tensions de marché car il offre plus de flexibilité que tous les autres. Il a permis de comprimer les spreads de crédit (graphes). Ce serait inconséquent de laisser planer l'idée que les interventions de la BCE sont limitées par un plafond arbitraire. Dans une situation d'urgence, il n'y a pas par définition plus aucune limite.

Spread de crédit souverain (Italie-Allemagne)



Sources : Bloomberg, Oddo BHF Securities

Spread de crédit corporate



➤ **La BCE après Karlsruhe** – Imposer des limites à l'action de la BCE est pour certains une obsession, et leur terrain de jeu favori est la cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe. Le 4 mai, rendant un avis sur le programme d'achats lancé en 2015 (PSPP), cette cour a jugé que la BCE n'avait pas bien établi la proportionnalité de ses actions, et demandé une clarification dans les trois mois, à défaut de quoi le Bundesbank pourrait être obligée de ne plus participer aux interventions de l'Eurosystème. Au plan juridique, que cet avis soit en contradiction avec un autre, antérieur, délivré par la Cour de Justice de l'UE, est un problème en soi. Au plan économique, ce jugement est insensé. La simple lecture des minutes des réunions de la BCE montre que la question de la proportionnalité a toujours été prise en compte. La prétendue distinction que ces juges constitutionnels entendent poser entre politique monétaire et politique économique ne repose sur rien de précis. Enfin, il y a une violation explicite de l'indépendance de la BCE, valeur qui d'ordinaire est respectée au-delà de tout, et avec juste raison, en Allemagne. **Au bout du compte, le risque de voir la BCE modifier sa politique en réponse à l'avis de Karlsruhe est proche de zéro. On peut même se demander si cet avis n'a pas par ricochet obligé le gouvernement allemand à clarifier ses vues sur l'avenir de l'UE et de l'euro et, ce faisant, poussé à l'initiative budgétaire commune présentée par Angela Merkel et Emmanuel Macron le 18 mai.**

➤ **La BCE et le plan de relance de l'UE** – Au sommet européen du 24 mars, les chefs d'État et de gouvernement n'avaient pu s'entendre sur la "solidarité" entre pays. Le point d'achoppement était la question des "coronabonds", qui sépare en deux camps rivaux les pays dits vertueux ou frugaux et les autres<sup>4</sup>. La solution proposée est de poser le problème non pas au niveau des États mais à celui de l'UE. C'est en augmentant du budget de l'UE qu'on peut créer une capacité de dépenses commune, financée par des emprunts de l'UE avec la garantie des pays-membres. S'inspirant largement de la proposition franco-allemande, la Commission européenne a proposé hier un plan de relance reposant sur une enveloppe de 750Md€, venant s'ajouter au budget européen pour la période 2021-2027<sup>5</sup>.

- Ce montant sera dépensé en quatre ans de 2021 à 2024.
- Il se répartirait de la manière suivante : 560Md€ pour un fonds de relance proprement dit finançant les programmes nationaux de soutien à l'économie ; 50Md€ pour des fonds d'investissement pouvant entrer au capital de sociétés ; 140Md€ pour abonder différents programmes déjà administrés par l'UE.
- La répartition par pays reste à débattre et à finaliser. La proposition de la CE repose sur une clé de répartition qui intègre la population, les écarts de revenu

<sup>4</sup> Voir notre Flash éco du 8 avril 2020 : "Au Café de l'Europe, on ne sert pas de corona(bond)".

<sup>5</sup> Pour rappel, les autres outils existants pour la relance des économies européennes sont 240Md€ (au maximum) sous forme de lignes de crédit d'urgence que pourrait octroyer l'ESM, 200Md€ de garanties de prêts par la BEI, et 100Md€ dans le programme SURE de la CE visant à aider les pays à financer leur système de chômage partiel.



par tête et de chômage par rapport à la moyenne de l'UE. Cela avantage les pays à faibles revenus et/ou déjà fortement endettés. En montant absolu, les principaux bénéficiaires seraient l'Italie (153Md€) et l'Espagne (149Md€). En termes relatifs, la Pologne, la Roumanie, la Grèce ou le Portugal seraient les plus soutenus par ce plan. Comme toujours dès qu'il s'agit du budget de l'UE, il y a des arbitrages multiples puisque par définition certains reçoivent plus que leur contribution et d'autres moins (avec un système compliqué de rabais). Dans le cas présent, certains pays (Autriche, Pays-Bas, Suède) ont déjà exprimé leur opposition au plan franco-allemand.

- Le financement de ce plan est la partie la plus intéressante. Plutôt que d'avoir une hausse des contributions de chaque pays au budget (ce qui réduirait le multiplicateur), les 750Md€ seraient empruntées par la Commission sur des échéances allant de 2028 à 2058. Sur le fonds de relance de 560Md€, 310Md€ seraient des subventions directes et 250Md€ des prêts. Le résidu de 190Md€ serait distribué sous forme de subventions. Au total, cela fait une répartition de deux tiers en subventions (500Md€) qui n'affecte pas les ratios nationaux dette/PIB et un tiers en prêts. Pour les subventions et dépenses communes, les modalités de remboursement ne sont pas encore arrêtées. La question ne se posant pas avant 2028, la Commission reste vague, évoquant de nouvelles ressources (de faibles montants de tout de façon).
- Estimer l'effet multiplicateur de ce plan est, bien entendu, hautement spéculatif à ce stade. On peut estimer que le stimulus budgétaire serait de 0.9 point par an dans l'UE entre 2021 et 2024, mais pourrait atteindre 1.4pt en Italie et 2pts en Espagne. Vu la sévérité du choc économique et l'incertitude qu'il engendre, il paraît certain en tout cas que ces dépenses ne viendront pas évincer celles du secteur privé. Il s'agit plutôt de compenser la perte de capacité d'investissement des firmes à l'issue de cette crise.
- Le calendrier d'adoption n'est pas non plus finalisé, mais le sommet de l'UE du 19 juin pourrait déjà donner lieu à un accord entre gouvernements, ou à défaut, montrer où sont les dernières zones de résistance. Au mieux, le vote par le Parlement européen n'est pas attendu avant la fin de l'année.

**Il reste de nombreuses inconnues entourant la forme finale du plan de relance de l'UE, mais s'il aboutit, il ajoutera un outil de stabilisation économique encore inédit à ce stade. Ce n'était pas la vocation du budget de l'UE jusqu'à cette crise. En somme, le policy-mix européen serait mieux équilibré entre les actions de la BCE d'un côté et les actions budgétaires, nationales ou à l'échelon de l'UE, d'autre part. C'est un vœu fréquemment exprimé par les officiels de la BCE, par Mario Draghi jadis, par Christine Lagarde désormais. La BCE aurait donc d'autant plus de raison de ne pas ménager ses efforts présents si elle sait qu'à moyen terme le relais pourra être pris par d'autres échelons de la politique économique.**



**Disclaimer:**

**Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :**

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).  
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

**Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :**

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (p bouclainville@oddoney.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.