

Comment la COVID-19 creuse les lignes de faille de la zone euro

Par Angelo Katsoras

Introduction

À peine remise de la crise des dettes souveraines de 2010-2012, la zone euro plonge dans un nouveau ralentissement économique d'ampleur. Au cours des seuls trois premiers mois de cette année, son économie s'est contractée de 14.4% sur une base annualisée, ce qui est bien pire que la contraction de 4.8% enregistrée par l'économie américaine pendant la même période.

La récession provoquée par la COVID-19 creuse aussi les lignes de faille politiques au sein de la zone euro, opposant essentiellement les pays du Sud à leurs contreparties plus riches du Nord. La probabilité que ces dernières se rétablissent plus vite de la récession avec une augmentation plus faible du niveau de leurs dettes ne fera qu'exacerber les tensions entre les deux groupes. De fait, alors que le PIB a reculé au rythme annualisé de 9.6% en Autriche au premier trimestre de 2020, il a chuté de 17.6% en Italie et de 19.2% en Espagne.¹

Le désaccord sur la mutualisation de la dette dans la zone euro

En mars, l'Italie, l'Espagne et sept autres pays ont une fois de plus réitéré leur demande déjà ancienne de création d'un instrument d'emprunt commun. Cette fois-ci il s'agit de corona-obligations (aussi appelées *Coronabonds*) et les pays intéressés ont fait vœu de ne les utiliser que contre le ralentissement dû à la COVID-19.

La logique qui sous-tend ces obligations soutenues par la zone euro dans son ensemble est relativement simple. Si des pays fortement endettés comme la Grèce, l'Espagne et l'Italie pouvaient emprunter de l'argent avec la garantie de tous les pays membres, les investisseurs y verraient un risque de crédit moindre. Ces pays veulent éviter une répétition des mesures d'austérité rigoureuse dont ils estiment qu'elles leur ont été imposées injustement au cours de la dernière crise économique. À leur avis, cela a non seulement conduit à plusieurs années de stagnation économique, mais a aussi déclenché la montée de forces politiques auparavant marginales à l'extrême droite et à l'extrême gauche de l'échiquier.

Si le regroupement des dettes est plein de bon sens économique pour la zone euro dans son ensemble, les pays financièrement plus solides ont une raison majeure de s'y opposer. Ils craignent que des obligations de la zone euro les rendent responsables de la dette d'autres pays et que des obligations prétendument réservées pour parer au ralentissement dû à la COVID-19 créent un précédent pour d'autres renflouements futurs. Pire encore, de leur point de vue, les contribuables d'Europe du Nord seraient amenés à assumer ce fardeau à un moment où ils entrent dans une récession économique profonde.

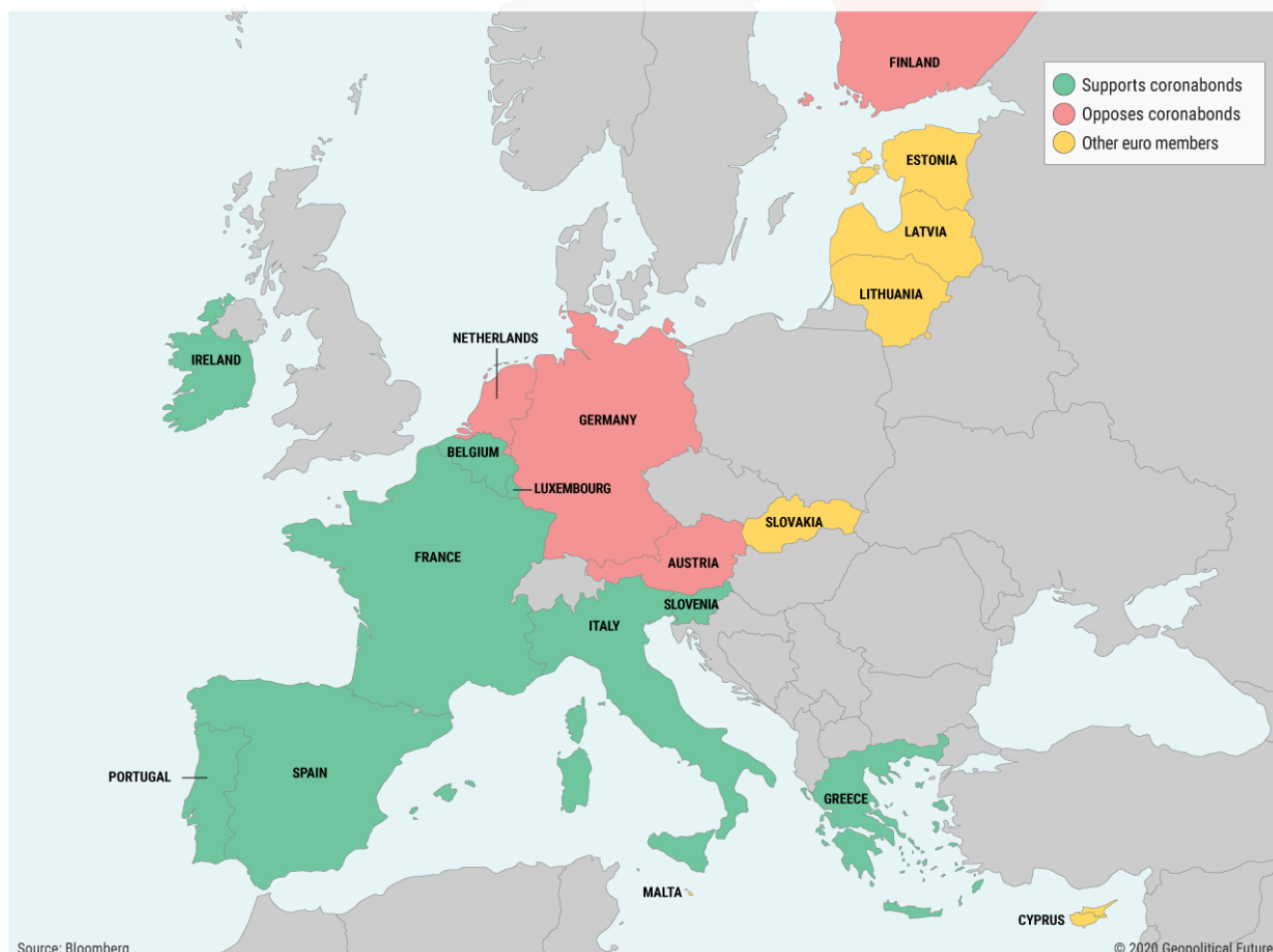
Les dirigeants successifs des Pays-Bas, d'Allemagne, d'Autriche et d'autres pays ont aussi toujours répété à leurs citoyens qu'ils ne seraient pas obligés de soutenir financièrement les gouvernements d'États plus pauvres. En 2012, la chancelière allemande, Angela Merkel, est allée jusqu'à dire à un groupe de parlementaires de son pays qu'il n'y aurait pas d'euro-obligations « tant [qu'elle sera] en vie ».² Si la plupart des Allemands sont opposés à une mutualisation des dettes, c'est parce qu'ils savent combien il peut être coûteux de soutenir un pays plus pauvre. Depuis la chute du mur de Berlin en 1989, le coût de la réunification de l'Allemagne de l'Est et de l'Allemagne de l'Ouest est estimé à plus de 2 000 milliards €. ³ Pour mettre ce chiffre en perspective, le PIB nominal annuel de l'Allemagne en 2019 était d'environ 3 500 milliards €. On ne peut qu'imaginer les coûts à long terme qu'impliquerait un soutien financier aux membres les plus endettés de la zone euro.

¹ « Eurozone Economy Suffers Record Contraction, Steeper Than the U.S. », *Wall Street Journal*, 30 avril 2020

² « Merkel Vows 'No Euro Bonds as Long as I Live' », *Der Spiegel*, 27 juin 2012

³ « Thirty years after it fell, the Berlin Wall still divides Germans », Reuters, 24 octobre 2019

Coronabond Dispute



Source : « Not Another Eurozone Crisis », *Geopolitical Futures*, 3 avril 2020

L'impasse au sujet d'obligations de la zone euro conduit à des mesures de compromis

Si les ministres des Finances européens n'ont pas réussi à trouver un accord pour mutualiser les dettes, deux mesures importantes de colmatage ont été adoptées. Premièrement, en un effort pour éviter l'augmentation de l'écart des taux obligataires entre les pays riches et les États plus pauvres, la Banque centrale européenne a lancé un programme d'achat d'obligations pour 750 milliards €. Contrairement à l'initiative d'assouplissement quantitatif (AQ) précédente, la contrainte de l'achat d'obligations sensiblement en proportion de la contribution en capital à la BCE a été levée. Cependant, la plus haute cour de l'Allemagne a compliqué la donne au début de mai en statuant que la Banque centrale européenne a outrepassé son mandat quand elle a lancé son programme d'AQ en 2015. Craignant que l'Allemagne eût illégalement cédé un pouvoir d'imposition et de dépense à la BCE, le tribunal a donné au gouvernement trois mois pour prouver que le programme d'achat d'obligations était justifié légalement. La BCE sera sans nul doute en mesure de fournir de nombreuses études soutenant son action, mais cette décision est révélatrice de la forte opposition qui existe en Allemagne non seulement à l'AQ, mais à toute intégration plus poussée de l'UE en général.

Deuxièmement, les ministres se sont entendus pour créer un fond d'urgence de 540 milliards €. La seule exigence est que ces prêts soient utilisés pour des questions reliées à la COVID-19. Ils ont aussi commencé à discuter des contours d'un autre fonds d'urgence de 1 000 milliards €. Les pays les plus endettés veulent que ces fonds soient distribués principalement sous forme de subventions, alors que les pays nordiques insistent pour que la majorité des capitaux soient accordés sous forme de prêts avec, à la clé, des engagements à la responsabilité budgétaire. De façon typique de l'UE, les membres ont laissé à la Commission européenne le soin de déterminer le dosage entre subventions et prêts. Quelle que soit la formule retenue, on peut s'attendre à des critiques des deux côtés, l'accusant d'être trop pingre ou trop généreuse.

Le fossé entre riches et pauvres se creuse

La résistance à la création d'obligations de la zone euro a été durcie à cause du niveau de dettes élevé de certains États membres. Le FMI a projeté que la dette nationale de l'Italie en pourcentage de son PIB gonflera de 135% en 2019 à 156% d'ici la fin de cette année, alors que la dette de l'Espagne montera de 96% à 113% dans le même laps de temps. Par comparaison, il a été estimé que la dette de l'Allemagne augmentera de 60% en 2019 à seulement 70% en 2020. L'Allemagne et d'autres pays faiblement endettés peuvent aussi emprunter à des taux plus bas.

Moins un pays a de dettes, plus il peut dépenser en aide financière.

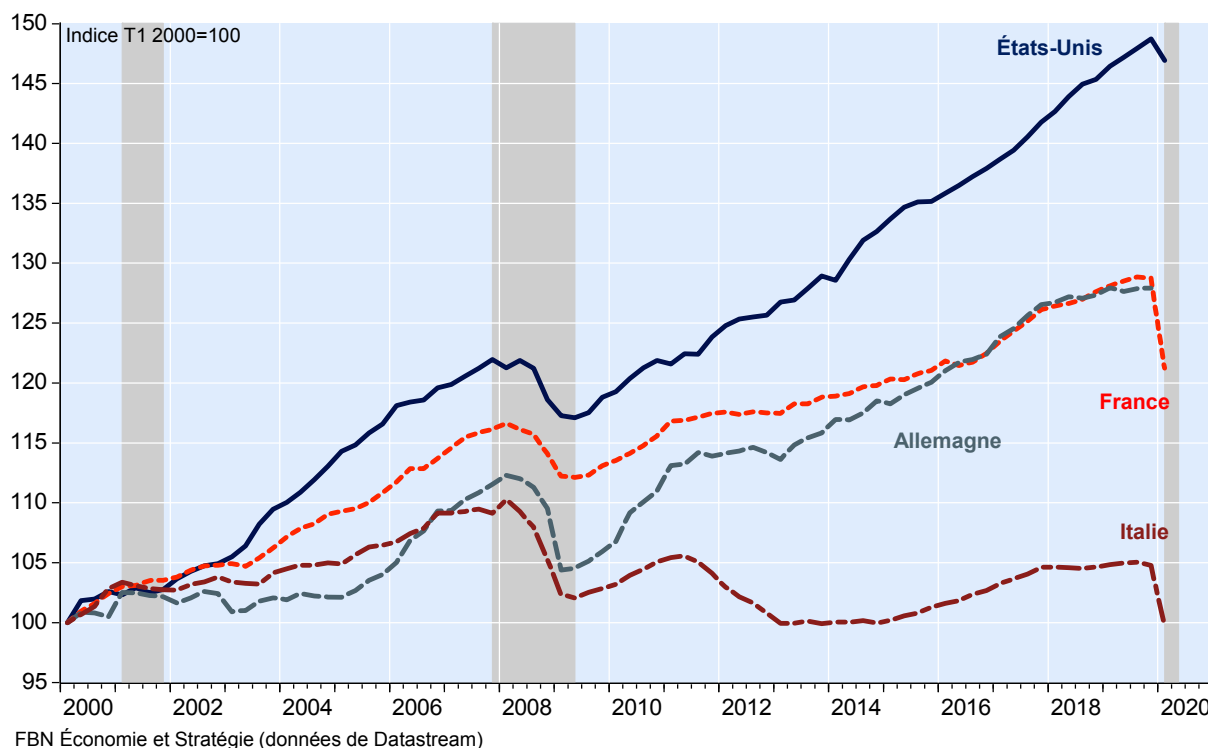
Par exemple, l'Espagne a garanti jusqu'à 100 milliards € aux banques offrant des prêts à des sociétés affectées par le confinement dû à la COVID-19. Cependant, la garantie ne couvre que 70% à 80% de chaque prêt, ce qui signifie que les banques doivent assumer le reste du risque. En revanche, le gouvernement allemand a mis en place une garantie à 100% sur tous les prêts aux PME affectées par la pandémie.⁴

Tensions particulièrement élevées entre l'Italie et l'UE

L'Italie, troisième économie de la zone euro et un des pays les plus durement touchés par la COVID-19, est entrée en récession une quatrième fois en 12 ans.

La croissance de l'économie italienne en panne depuis l'adhésion à l'euro

PIB réel, désaisonnalisé, Dernière observation : T1 2020 sauf l'Allemagne (T4 2019)



Ses relations souvent tendues avec l'UE se sont aggravées au début de mars quand la demande de matériel médical de Rome a initialement été ignorée. L'ambassadeur de l'Italie auprès de l'UE, Maurizio Massari, a durement commenté la situation à l'époque : « L'Italie a déjà demandé à activer le Mécanisme de protection civile de l'Union européenne pour la fourniture de matériel médical de protection individuelle. Mais malheureusement, pas un seul pays de l'UE n'a réagi à la demande de la Commission. Seule la Chine a répondu bilatéralement ».⁵ Pour être justes, la France et l'Allemagne ont commencé à donner des millions de masques à l'Italie vers la fin du mois de mars, mais les dommages politiques étaient faits.

⁴ « The Bank Backstop: Can Europe's Lenders Weather the Coronavirus Crisis? » *Wall Street Journal*, 14 avril 2020

⁵ « Italian ambassador to the EU: Italy needs Europe's help », *Politico*, 10 mars 2020

Les tensions ont monté d'un cran à la fin de mars quand, en réponse à l'impasse au sujet de la mutualisation des dettes, un groupe de politiciens italiens a publié une publicité d'une pleine page dans le quotidien allemand *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Ils ont accusé les Néerlandais de manquer de solidarité et rappelé aux Allemands la solidarité dont l'Europe a fait preuve à leur égard après la Deuxième Guerre mondiale, quand les dettes allemandes ont été réduites en 1953.⁶

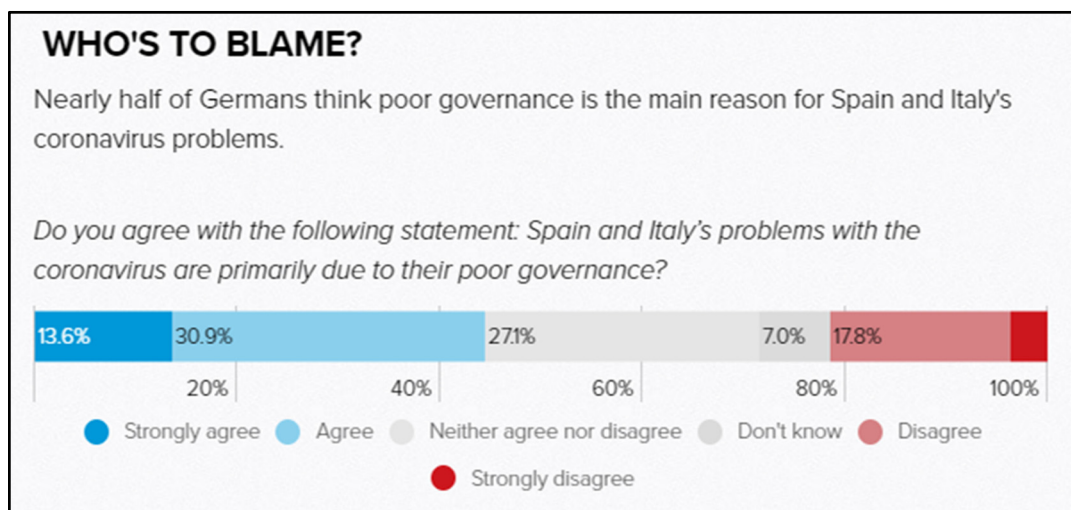


London Conference of 1953 saw Germany's external debts substantially written off

Source: The Telegraph, 2015

Il n'est pas surprenant que la vision que se fait l'Italie de l'UE se soit dégradée. D'après un sondage de l'agence de presse Dire mené les 12 et 13 mars, 88% des Italiens sentent que l'Europe ne soutient pas l'Italie pendant la crise⁷. Un autre sondage de début avril, cette fois-ci de l'agence Techne, révèle que 42% des Italiens souhaitent quitter l'UE, contre seulement 26% il y a deux ans⁸.

Ces sondages contrastent nettement avec les opinions de nombreux Allemands. D'après un récent sondage, près de 45% d'entre eux pensent que les difficultés de l'Italie et de l'Espagne face à la crise de la COVID-19 sont largement dues à une mauvaise gouvernance.



Source : « Half of Germans blame Italy, Spain pandemic woes on 'poor governance': poll », Politico, 8 avril 2020

⁶ « Coronavirus: Is Europe losing Italy? », *Financial Times*, 6 avril 2020

⁷ « Whatever it takes: Italy and the Covid-19 crisis », Conseil européen des relations internationales, 18 mars 2020

⁸ « EU's amorphous recovery fund bails out Italian PM, for now », Reuters, 24 avril 2020

Conclusion

Même avant le coup de massue de la COVID-19, l'UE était aux prises avec une croissance économique atone, des niveaux de dette élevés, l'immigration, le Brexit, la montée en puissance de forces politiques antisystème, un protectionnisme accru et des tensions entre les pays membres riches et les pauvres. La COVID-19 est venue compliquer davantage la gestion de ces défis.

Sur la scène politique, alors que la plupart des partis politiques ont mis de côté leurs différences et que les populations se sont rassemblées autour de leurs dirigeants nationaux pour le moment, le risque de contrecoups politiques augmente aussi longtemps que les économies restent enlisées dans une récession profonde. Comme cela s'est produit lors de la crise des dettes souveraines de 2010-2012, les partis eurosceptiques ne manqueront pas de s'en prendre aux gouvernements et à l'UE pour leurs prétendues erreurs. Les partis eurosceptiques du sud de l'Europe rejeteront la faute sur les pays du Nord pour leur manque de solidarité, tandis que les forces politiques nationalistes des pays du Nord critiqueront l'UE pour son excès de générosité envers les pays dont ils pensent qu'ils ont fait bien peu d'efforts pour contrôler leurs dépenses et réformer leurs économies en des temps plus prospères.

Par ailleurs, l'impasse de la mutualisation des dettes place l'UE dans une position très difficile. D'une part, si les euro-obligations ne sont pas approuvées, les pays du Sud, qui souffrent de la plus forte contraction économique en Europe, se sentiront abandonnés par l'UE et les pays du Nord. D'autre part, si ces obligations sont approuvées, les citoyens des pays du Nord se sentiront pénalisés d'avoir tenu leurs budgets en ordre. De leur avis, cet aval dissuadera un peu plus les pays lourdement endettés de prendre des mesures sérieuses pour contrôler leurs dépenses ou accepter des contrôles de leurs finances.

Les opinions fortement divergentes concernant l'intégration économique resteront l'une des principales raisons pour lesquelles la zone euro continuera d'être distancée par les États-Unis et le Canada. Contrairement aux membres de la zone euro, ces deux pays ont leur propre monnaie, ont un marché de la dette unifié et un système de paiements par transferts automatiques au profit des régions en difficulté. Enfin, il faudrait un sentiment plus fort d'identité européenne pour obtenir une meilleure intégration sans provoquer des troubles politiques majeurs. Malheureusement, comme l'ont montré les récents événements, beaucoup d'Européens se considèrent d'abord Allemands, Français ou Italiens.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Associé Stratégie Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.