

16 septembre 2020

## Le récent accord de l'UE change-t-il la donne?

Par Angelo Katsoras

### Introduction

Le 21 juillet, l'Union européenne a conclu un accord qui ouvre de nouveaux horizons. Elle a approuvé un fonds de relance de 750 milliards d'euros qui, en plus de prêts, prévoit pour la première fois l'octroi d'un montant substantiel de 390 milliards d'euros de subventions à des pays membres en difficulté. Autre nouveauté, le financement du fonds de relance se fera par des emprunts de l'UE. Ces deux mesures auraient été impensables sans le choc économique massif qu'a représenté la pandémie.

Il était temps que cette aide financière arrive. Au deuxième trimestre, la zone euro a vu son PIB s'effondrer de 40% sur une base annualisée et le risque d'une instabilité politique augmentait. L'incapacité de trouver une entente aurait entraîné de nouvelles turbulences sur les marchés financiers et soulevé de nouvelles interrogations quant à l'avenir de la zone euro.

Dans une perspective géopolitique à long terme, cependant, les questions suivantes se posent. L'emprunt commun resserre-t-il les liens entre les pays membres? Ou risque-t-il de creuser davantage les fractures politiques?

### Comment l'accord a été négocié

Le plan de relance de €750 milliards a été adopté grâce à un sauveur inattendu : la chancelière allemande Angela Merkel. Elle qui était d'abord une farouche opposante à l'idée que les pays riches de l'UE garantissent la dette de leurs homologues plus pauvres a fini par se joindre à la France pour soutenir ce qu'elle a qualifié de distribution « exceptionnelle » de subventions. Au cours des négociations, M<sup>me</sup> Merkel aurait averti son homologue hollandais en ces termes : « Si les pays du Sud font faillite, nous finirons tous par les suivre. »<sup>1</sup>

La validation de l'accord a également nécessité des négociations avec d'autres États membres plus riches qui avaient commencé par exiger un plan de soutien uniquement sous forme de prêts. La portion des subventions du plan a donc été réduite de 500 à 390 milliards d'euros et les cotisations annuelles au budget de l'UE de certains pays ont été diminuées. L'Autriche et les Pays-Bas, par exemple, ont obtenu une baisse de leurs cotisations annuelles de 565 et 400 millions d'euros, respectivement.<sup>2</sup>

Enfin, pour obtenir le soutien de la Hongrie et de la Pologne, des propositions qui donnaient accès au financement sous condition de respect de l'État de droit ont été abandonnées dans la mouture finale. Ces dernières années, ces deux pays ont été accusés d'exercer des pressions politiques excessives sur leurs systèmes judiciaires.

### La capacité d'emprunt de l'UE rebat les cartes

Pour la première fois, l'UE pourra emprunter des sommes importantes sur les marchés financiers internationaux.

L'idée est que l'Union européenne finance cette dette grâce à de nouveaux pouvoirs d'imposition, par exemple en introduisant une taxe sur les déchets de plastique. Il a également été proposé que les revenus tirés du commerce du carbone soient utilisés à cette fin. Cependant, certains pays pourraient s'opposer à ce que leur Trésor public national soit privé de ces revenus. Dans ce cas, l'UE pourrait être tentée d'emprunter une voie politiquement plus facile en taxant les sociétés étrangères. Une option serait d'imposer des droits de douane sur les importations de pays aux normes environnementales moins strictes, mais il faut s'exposer alors à une riposte des pays visés sous la forme de droits de douane réciproques. Les pays en développement en particulier seraient furieux de devoir payer un impôt sur le carbone à la frontière de pays dont les émissions de gaz à effet de serre sont bien plus élevées par habitant. Une autre idée serait de viser les entreprises étrangères du secteur des TI pour des présomptions d'évasion fiscale, mais cela pourrait donner lieu à des représailles de la part des États-Unis.

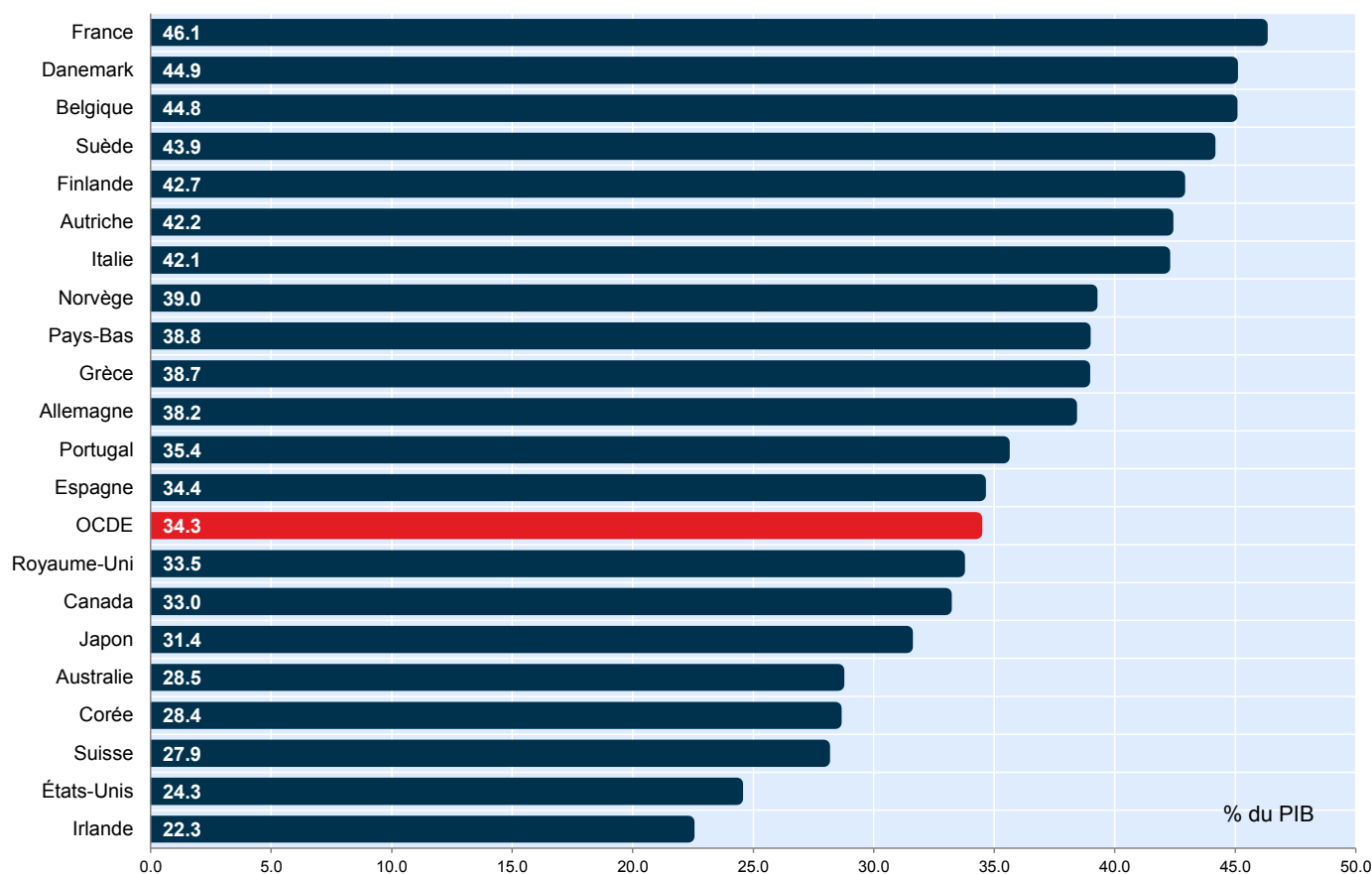
De plus, donner à l'UE un pouvoir d'imposition à grande échelle viendrait alourdir le fardeau fiscal déjà pesant de beaucoup de pays membres, d'autant que la plupart d'entre eux ne seraient pas enclins à réduire les impôts nationaux pour compenser les hausses imposées par l'UE.

<sup>1</sup> « How Angela Merkel's Change of Heart Drove Historic EU Rescue Plan », *Wall Street Journal*, 21 juillet 2020

<sup>2</sup> « 'Frugal four' fight to protect EU budget rebates », *Financial Times*, 18 août 2020

### Monde : Les recettes fiscales en pourcentage du PIB

Données de 2018 ou dernières données disponibles



FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

### Un accord qui a aussi ses limites

Pour commencer, l'accord de juillet ne met pas en commun les anciennes dettes de tous les États membres. Ensuite, les pays plus riches tels que les Pays-Bas et l'Autriche ont réussi à faire pression pour que les subventions versées aux pays soient assorties d'un mécanisme de contrôle. En théorie, cela permet aux États membres, individuellement, de signaler à la Commission européenne, par exemple, des pays qui ne mettent pas en place certaines réformes, ce qui pourrait retarder les financements. Cette mesure, appliquée strictement, serait de nature à devenir un point de tension majeur.

Malgré ces limites, beaucoup sont d'avis que cet accord crée un précédent pour le déploiement d'autres emprunts par l'UE à l'avenir.

### Les fractures politiques risquent de se creuser

Une fois que la pandémie se sera quelque peu apaisée, les pays plus riches de l'UE, dont fait partie l'Allemagne, pourraient refuser l'aide financière aux pays qui, de leur avis, n'ont pas suffisamment réformé leurs économies. Ce risque est aggravé par le peu d'inclination aux réformes de certains pays.

En Italie, la majorité de la coalition actuellement au pouvoir, le Mouvement 5 étoiles d'extrême gauche, ne s'oppose pas seulement aux réformes soutenues par les pays riches de l'UE, mais elle a même déjà proposé de quitter la zone euro. La Ligue du Nord, d'extrême droite, le parti le plus susceptible de gouverner l'Italie après les prochaines élections, s'oppose elle aussi à la plupart des réformes économiques que réclame l'UE, et notamment la baisse des retraites. La coalition au pouvoir en Espagne, dont fait partie le parti d'extrême gauche Podemos, ne montre pas non plus beaucoup d'empressement à mettre en place des réformes du marché.

Il se peut aussi que l'accord soit interprété différemment selon les pays. La chancelière allemande, Angela Merkel, par exemple, a qualifié les subventions et les prêts de l'UE de mesures exceptionnelles destinées à payer les dépenses liées à la pandémie, tandis que d'autres pays y voyaient une nouvelle donne permanente.

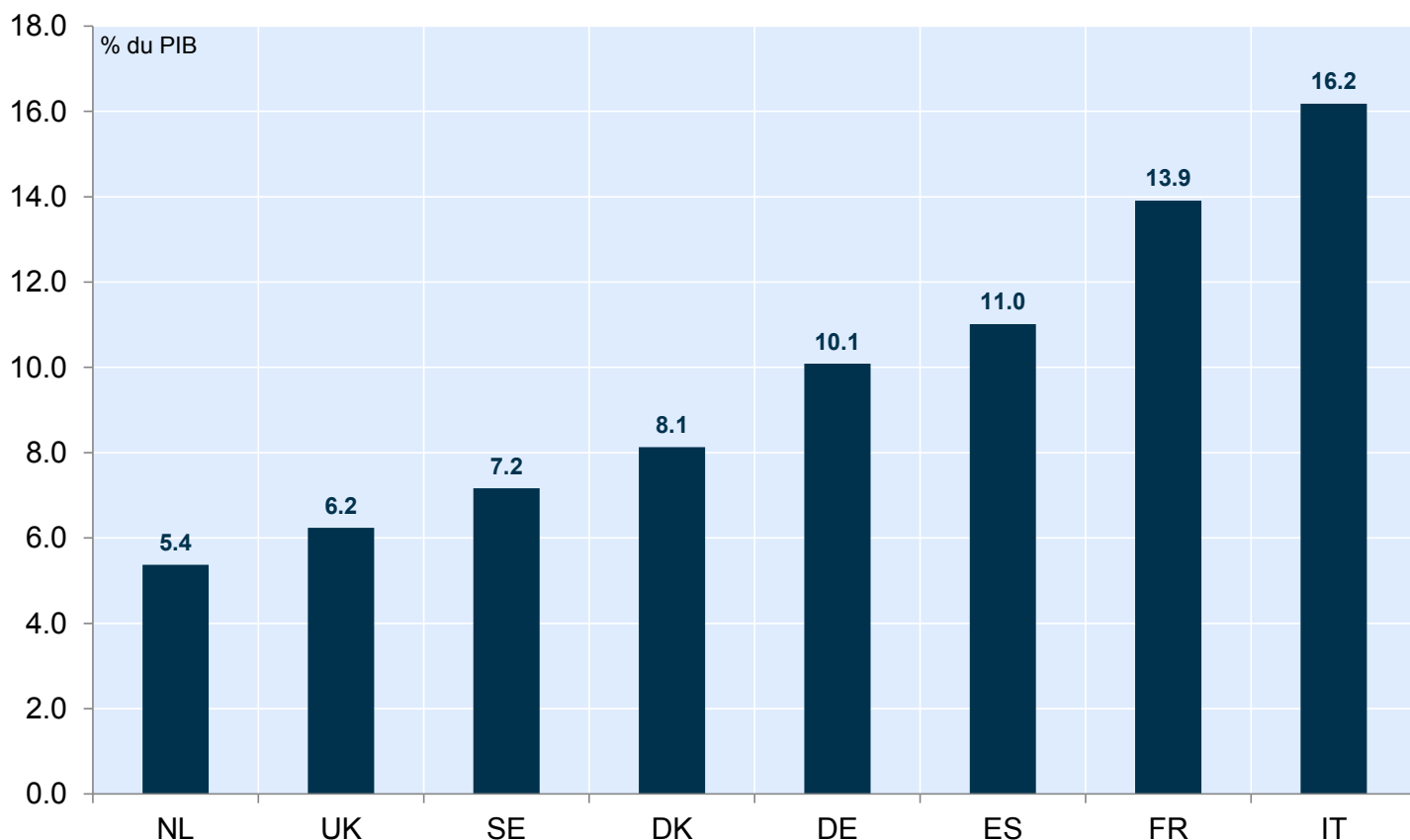
Enfin, le soutien massif de l'Allemagne à son économie et son appui au fonds de relance ne signifient pas nécessairement qu'elle a changé d'idée au sujet des déficits budgétaires. En effet, beaucoup d'Allemands croient que leur pays est en mesure d'ouvrir les vannes budgétaires aujourd'hui simplement parce que leur pays a eu la prévoyance de rembourser sa dette pendant les années de croissance économique solide. Cela signifie que, une fois que la pandémie se sera apaisée et que son économie se sera quelque peu redressée, l'Allemagne cherchera certainement à renouer avec les politiques budgétaires d'antan, au moins en partie.

### Les retraites pourraient devenir un sujet épineux

Les retraites publiques sont à l'avant-garde des défis auxquels fait face l'Union européenne en matière d'aides financières. Le problème peut s'énoncer comme suit : Pendant combien de temps les citoyens des pays riches de l'UE supporteront-ils de soutenir financièrement les pays où les retraites sont bien plus généreuses que les leurs? Par exemple, l'Italie dépense l'équivalent de 16.2% de son PIB pour payer les retraites, contre seulement 5.4% pour les Pays-Bas. L'Italie s'oppose depuis plusieurs années à d'importantes réformes ou réductions des retraites.

### La durabilité des subventions aux pays dont les retraites sont les plus élevées

Dépenses publiques pour les prestations de retraite en % du PIB – données de 2017 ou dernières disponibles

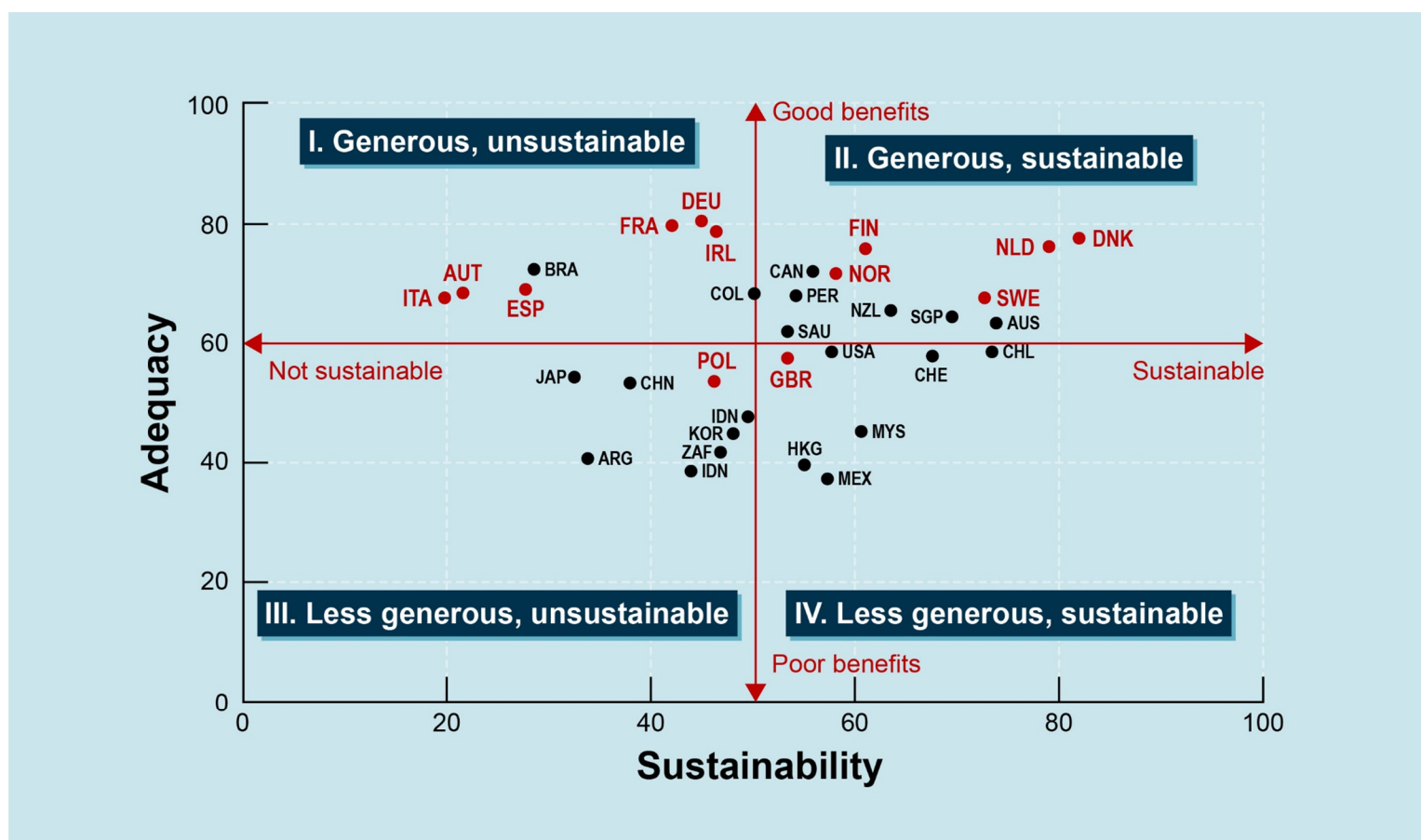


FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

Pour compliquer un peu plus les choses, beaucoup de pays de l'UE, dont les pays les plus riches, ont des systèmes de retraite considérés comme insoutenables par l'indice des retraites Melbourne Mercer (voir le graphique ci-dessous). Cet indice tient compte de facteurs tels que les niveaux de financement, la durée escomptée des retraites, le taux d'activité, le niveau d'endettement du gouvernement et les tendances de la croissance économique. **Il sera extrêmement difficile à n'importe quel gouvernement de chercher à convaincre sa population qu'il faut réformer et réduire les prestations de retraite tout en apportant un soutien financier à des pays dont les régimes de retraite sont bien plus généreux.**

## De nombreux pays de l'UE ont des systèmes de retraite non durables

(Les pays de l'UE apparaissent en rouge)



FBN Économie et Stratégie (<https://www.mercer.ca/en/our-thinking/mmgpi.html>)

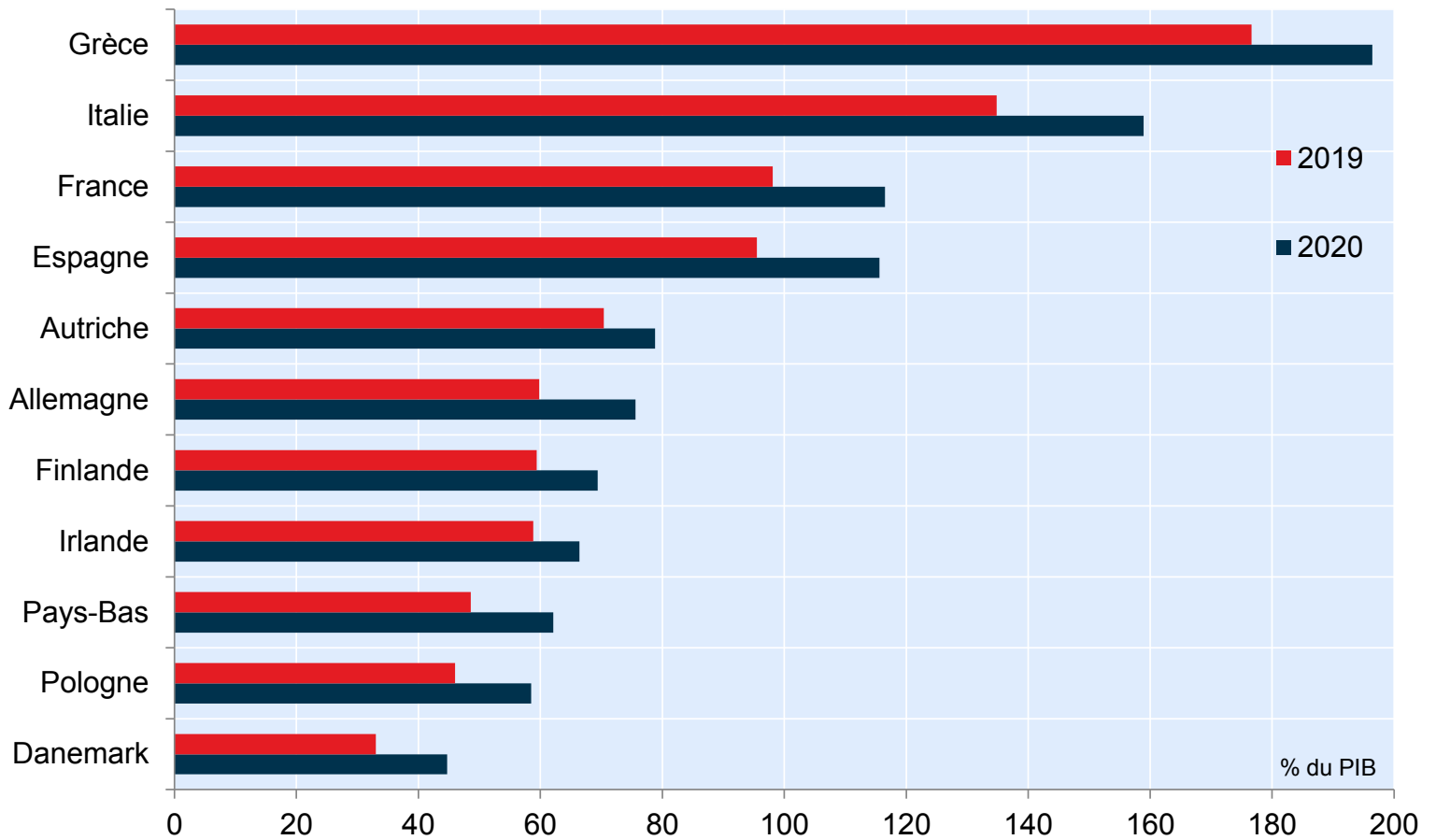
## La position de force croissante de l'Allemagne attisera les tensions dans l'UE

Avec la force de son économie et sa dette faible, l'Allemagne a pu ouvrir les vannes budgétaires bien plus que d'autres pays de l'UE. Ainsi, à la fin du mois de mai, l'Allemagne avait versé 51% des 1,950 milliards d'euros d'aides gouvernementales liées à la COVID-19 versées par tous les États membres ensemble, contre seulement 15.5% pour l'Italie.<sup>3</sup> En fait, il est fort probable que l'Allemagne sortira grandie économiquement de la pandémie par rapport aux autres États membres de l'UE. Cela pourrait permettre aux entreprises allemandes d'accroître encore leurs parts de marché de l'UE, un scénario qui ne manquerait pas d'attiser la colère des pays membres en difficulté.

<sup>3</sup> « Germany's Virus Aid Is More Than Half Total for Entire EU », Bloomberg, 28 mai 2020

Enfin, le clivage entre les pays membres riches et pauvres est également illustré par leurs niveaux d'endettement respectifs (voir graphique ci-dessous).

### Euro : Augmentation de la dette brute en pourcentage du PIB



FBN Économie et Stratégie (données de la Commission européenne, WSJ)

### Conclusion

Les investisseurs ont accueilli avec enthousiasme la nouvelle que l'UE pouvait enfin emprunter des fonds et verser des subventions aux pays en difficulté, car cela a grandement réduit le risque que l'Europe soit la proie d'une panique financière à court terme.

Cependant, cette situation ne change pas fondamentalement la grande problématique géopolitique de l'UE. Les pays en difficulté veulent plus d'intégration financière et des transferts de fonds plus importants sans grandes contreparties, tandis que les pays plus riches insistent pour que le soutien financier et les subventions soient assortis de certaines conditions.

Sur le long terme et en particulier si l'économie européenne ne rebondit pas vivement, il semble presque inévitable que les pays en difficulté accusent plus riches de pingrerie, et les riches blâmeront les membres plus pauvres, leur reprochant de faire bien peu d'efforts pour contrôler les dépenses et mettre en œuvre des réformes économiques en temps de prospérité.

Pour commencer enfin à réduire les fractures géopolitiques et à stimuler la croissance économique à long terme, les experts sont d'avis que l'UE a besoin de plus d'intégration économique. Cependant, opérer un tel changement sans provoquer un tollé politique nécessiterait d'obtenir en fin de compte un consentement démocratique. Cela signifie qu'il faudrait consulter les citoyens européens directement par voie d'une série de référendums sur des questions telles que l'imposition au sein de l'UE et les transferts financiers plutôt que de prendre des décisions importantes à huis clos et les présenter comme un fait accompli, comme c'est pratique courante. Cela signifie aussi qu'il faudrait respecter les verdicts des urnes qui sont contraires aux objectifs de l'UE et ne pas répéter ce qui s'est passé en 2005, quand les électeurs français et néerlandais avaient rejeté la constitution européenne. Au lieu d'abandonner ou de modifier le projet constitutionnel, l'UE l'a renommé le Traité de Lisbonne et l'a fait approuver dans les parlements nationaux sans le soumettre au vote des citoyens.<sup>4</sup> La façon dont l'UE parviendra à surmonter ce déficit de démocratie déterminera en grande partie sa capacité à accumuler le capital politique nécessaire pour résoudre ses défis à long terme.

Enfin, si l'accord de juillet était nécessaire pour éviter une explosion de la zone euro des suites de la pandémie, sa prospérité à long terme est loin d'être assurée sans une intégration politique accrue. S'assurer du large soutien des citoyens nécessaire pour opérer ces changements sera très difficile, en particulier parce qu'ils se considèrent largement d'abord allemands, français ou italiens, et ensuite européens.

<sup>4</sup> « EU leaders cannot simply ignore the populist howl », Financial Times, 26 mai 2014



## 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

#### 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 ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. 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.