

# 27 avril 2020 // #05 Podcast - A la recherche de plus de puissance de feu

## INTRO

Les trajectoires du PIB après le confinement dépendront, d'une part, de l'effet des dommages collatéraux de la pandémie sur l'emploi et l'investissement, et d'autre part, de la façon dont les consommateurs dépenseront leur épargne forcée.

Les gouvernements peuvent influencer le résultat en se montrant rassurants sur la poursuite du soutien politique. Les États membres de la zone euro ne sont cependant pas tous en mesure de le faire avec la même ampleur. Il faut donc renforcer la solidarité, ce qui est pour l'instant difficile. La BCE reste sur la sellette. Elle devra augmenter encore sa puissance de feu.

Pour vous éclairer sur ce point, j'ai le soutien d'Apolline Menut, économiste de la zone euro chez AXA IM.

Comme nous le faisons chaque lundi, vers la fin de ce podcast, nous attirerons votre attention sur les événements économiques clés à suivre cette semaine.

Merci beaucoup d'être avec nous. Nous sommes lundi 27 avril, je suis Gilles Moëc et vous écoutez Macrocast

---

**La gestion de la pandémie a révélé trois asymétries interconnectées.** Premièrement, le niveau de gravité des mesures de confinement a beaucoup varié d'un pays à l'autre, ce qui engendrera des amplitudes différentes dans la contraction du PIB au cours du premier semestre de l'année. Deuxièmement, la capacité politique à atténuer l'impact de cette récession et à accompagner la reprise est également très différente aux niveaux nationaux. Troisièmement, les groupes sociaux ne sont pas égaux devant le covid-19. Cela influencera la conception des politiques économiques pendant la phase de reprise et au-delà, car tout passage à l'austérité budgétaire devra probablement être retardé de plusieurs années.

**Dans le contexte européen, cela explique pourquoi les transferts entre pays sont nécessaires, mais aussi pourquoi il peut être très difficile de se mettre d'accord sur ces transferts,** car la perception de la crise varie et les citoyens des différents États membres peuvent avoir des opinions différentes sur l'ampleur des sacrifices qu'ils sont prêts à faire - par exemple en termes de responsabilité conjointe dans le cadre d'un processus de mutualisation de la dette. Le fait que ce sont souvent les pays qui ont connu les confinements les plus légers, par exemple l'Allemagne, sont aussi ceux qui disposent de l'espace politique le plus vaste - qu'ils utilisent - et sont marqués par une culture politique peu favorable à une union de transfert, n'aide pas.

Pour nous aider à comprendre ces disparités au sein de l'Union européenne, il est temps de nous inviter dans le confinement d'Apolline Menut

**Gilles Moëc (GM)** : Bonjour Apolline, comment vas-tu, peux-tu nous parler de ton installation de confinement ?

**Apolline Menut. (AM)** : Bonjour Gilles, je vais très bien merci. La zone Euro me tient occupé et la cuisine aussi. Tout va bien.

**G.M.** : Merci beaucoup d'être avec nous, et heureux de savoir que tu vas bien. Alors, commençons par le commencement, maintenant que nous avons plusieurs semaines de recul, tous les pays sont-ils dans la même situation en termes de confinement ?

**A.M.** : Non, l'Allemagne semble pour l'instant se porter mieux que les autres. Tout d'abord, le blocage a été moins sévère : en Italie et en Espagne en mars / début avril, toutes les activités non essentielles ont été interdites, ces pays étaient en "hibernation économique". Cela n'a jamais été le cas en Allemagne où il n'y a pas eu de fermeture obligatoire d'usines ou d'autres lieux de travail.

L'Allemagne a aussi commencé à assouplir les restrictions, avec la réouverture des petits magasins la semaine dernière, alors que ce ne sera pas le cas avant la mi-mai en France ou en Espagne.

Les données en temps réel reflètent assez bien ces divergences : par rapport à la même période de l'année dernière, la consommation d'électricité a chuté de près de 40 % en Italie, contre une baisse de 15 % en Allemagne. Les rapports de Google sur la mobilité des communautés, qui suivent les tendances des déplacements dans le temps, montrent que la mobilité vers les lieux de vente au détail et de loisirs a chuté de 55 % par rapport au niveau de référence en Allemagne, une baisse beaucoup plus faible que les 89 % enregistrés en Espagne. Nous sommes donc confrontés à un choc exogène, mais il semble que l'impact économique soit hétérogène d'un pays à l'autre, l'Allemagne s'en tirant mieux.

**G.M.** : Ok, c'est très clair en effet, et pouvons-nous voir des asymétries similaires en termes de réponse à la crise ?

**A.M.** : Oui, l'Allemagne utilise pleinement une plus grande marge de manœuvre politique que les autres et propose un soutien fiscal très important et complet. Fin mars, le gouvernement allemand a adopté un budget supplémentaire de 4,6 % du PIB, tandis que les mesures de liquidité et de garantie représentent près de 40 % du PIB. Et la semaine dernière, l'Allemagne a encore renforcé sa réponse fiscale de 10 milliards d'euros, en augmentant le taux de remplacement des travailleurs en chômage partiel et en réduisant temporairement le taux de TVA pour les bars et restaurants à partir du 1er juillet, une mesure ciblée pour soutenir la reprise. Pendant ce temps, les mesures de relance budgétaire en Espagne ne représentent en moyenne que 1,4 % du PIB (avec des garanties d'environ 10 % du PIB) et l'Italie a passé la majeure partie du mois d'avril à discuter d'un autre décret « Cure Italy », qui devrait porter le soutien budgétaire à un peu plus de 2,5 % du PIB - ce qui est peu en comparaison avec l'Allemagne. Peut-être sommes-nous confrontés à une "contrainte financière internalisée" dans les pays les plus fragiles, peut-être certains plans ont-ils été retardés dans l'espoir d'une réponse fiscale plus significative au niveau européen, mais de toute façon la vérité est que si nous sommes dans la même tempête, nous ne sommes certainement pas dans le même bateau.

**G.M.** : Merci beaucoup Apolline pour ta contribution, c'était très agréable de t'avoir avec nous.

**A.M.** : Merci Gilles de m'avoir reçu

Il existe une troisième asymétrie que nous n'avons pas encore mentionnée, peut-être plus difficile à saisir et à quantifier mais essentielle pour comprendre le contexte qui nous entoure : les groupes sociaux ne sont pas égaux face au choc

Un point de vue "disciplinaire" de ce genre de situation considérerait que si une forte stimulation est justifiée à court terme pour faire face au pire du choc pandémique, les États membres les plus fragiles pourraient encore utiliser pleinement le soutien actuel de la BCE (normalement disponible jusqu'à la fin de l'année) avant de revenir à une gestion budgétaire plus austère en 2021. Si les marchés ne sont pas disposés à leur accorder le "bénéfice du doute", ils pourraient encore recourir aux programmes de soutien d'urgence déjà disponibles dans la zone euro - qui prévoient une conditionnalité macro pour les prêts à taux préférentiels du mécanisme de stabilité européen.

Nous pensons qu'une telle approche ne peut être mise en pratique en raison des conditions sociales et politiques post-pandémie.

Une fois de plus, nous allons utiliser les données françaises, car l'appareil statistique y est resté très efficace dans ce blocage, mais nous pensons que les principales caractéristiques y seraient retrouvées dans toute l'Europe. Le ministère du travail a produit un "aperçu" très intéressant de la situation des salariés français à la fin du mois de mars. Quatre groupes presque égaux en ressortent : un quart travaille "sur site", c'est-à-dire normalement, un autre quart travaille de chez soi, un troisième quart est en "chômage partiel" ("furloughed" pour nos lecteurs anglo-saxons) et le reste en vacances ou en congé de maladie. La répartition par secteur était assez révélatrice. La plupart des salariés des secteurs de la communication et de la finance travaillaient à domicile. La plupart des employés du secteur de l'hôtellerie et de la restauration, sans surprise, ou de la construction, ont été mis à pied.

**Les indemnités de chômage en Europe sont généreuses, mais leur taux de remplacement n'est généralement que d'environ 80 %.** Ces salariés restent attachés à leur entreprise, ce qui est une bonne chose quand on pense à la reprise, mais **ils sont toujours des "perdants nets" financièrement.** Les employés qui ont continué à œuvrer sur leur lieu de travail n'ont rien perdu financièrement, mais leur exposition au risque a été élevée. Ainsi, en termes très généraux, en moyenne, les employés des secteurs à salaires relativement élevés - travaillant de chez soi - ont moins perdu que ceux employés dans des secteurs à salaires relativement bas et ne prennent pas le même risque sanitaire que ceux des "secteurs clés" qui ont dû rester ouverts. Là encore, nous pensons que ce n'est pas spécifique à la France mais une caractéristique commune à toutes les économies avancées.

**Cela aura un impact très important sur la politique budgétaire bien après la fin du confinement.** Même si l'on ignore l'impératif d'équité, il y aura une bonne raison macroéconomique pour que ceux qui ont été les perdants nets de la crise soient compensés, par exemple en augmentant les transferts sociaux une fois la pandémie résolue. En effet, leur taux d'épargne est généralement faible. Le remplacement de leurs revenus perdus aurait un impact puissant sur la consommation globale, tandis que le taux d'épargne de ceux qui se trouvent au sommet de l'échelle des salaires est élevé et pour ces derniers nous ne serions pas surpris si une grande partie de leur "épargne forcée" accumulée pendant le verrouillage se transformait en épargne de précaution, ce qui compromettrait le rattrapage des dépenses.

A plus long terme, les employés situés au bas de l'échelle des revenus sont souvent plus dépendants des services publics et des transferts sociaux que la moyenne. Au-delà de l'augmentation permanente probable des dépenses de santé (socialisées) déclenchée par la pandémie, il sera politiquement délicat pour tout gouvernement de se lancer dans un programme de réduction drastique des dépenses publiques après le choc actuel.

L'autre option serait de s'engager dans une correction de la hausse actuelle des déficits publics en augmentant de manière significative l'impôt sur le revenu redistributif, en s'appuyant sur l'impératif d'équité. Nous avons déjà mentionné dans le Macrocast la proposition avortée du parti démocrate en Italie de mettre en place une taxe spécifique aux personnes ayant un revenu supérieur à € 80K. Cependant, la part de l'impôt progressif sur le revenu dans le revenu total du gouvernement est faible (environ un quart du total dans l'UE) par rapport aux impôts proportionnels tels que la TVA ou l'impôt sur les salaires. Seule une augmentation extrêmement douloureuse des taux d'imposition sur le revenu serait à la mesure des déficits actuellement accumulés. Au-delà de l'effet macroéconomique contre-productif de l'annonce préalable de hausses d'impôts immédiatement après la fin de la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale, l'équation politique serait particulièrement difficile à résoudre maintenant. Les gouvernements non populistes pourraient perdre le vote de la classe moyenne dont ils sont devenus très dépendants.

**Cependant, peu de choses sont faites pour éviter les divergences croissantes dans la zone euro**

**Il existe donc un risque très important que ce qui a commencé comme un choc symétrique, affectant tous les États membres de la zone euro en même temps, se transforme en divergence durable.** Il existe des moyens de remédier à cette situation. À notre avis, il faudrait un système de transferts fiscaux de grande envergure entre les États membres - au-delà du cadre du MES (Mécanisme Européen de Stabilité) - pour recréer des conditions équitables une fois que la BCE en aura fini avec son programme d'urgence.

**Malheureusement, la réunion du Conseil de l'UE de la semaine dernière a été courte et peu concluante.** La question principale - comment structurer ce Fonds de Relance - est encore trop controversée et les décisions ont été reportées à une autre réunion le 6 mai. Le président Macron, dans sa conférence de presse à la fin du Conseil, a déclaré que la question principale (sans surprise) concerne le débat entre "subventions" (transferts du produit de l'émission de la dette au niveau de l'UE) et "prêts" (qui resteraient sur la dette des États membres).

*Extrait sonore de la conférence de presse d'Emmanuel Macron*

Il s'est clairement rangé du côté de l'Italie et de l'Espagne, en déclarant que la France préconise des subventions, un montant important de 5 à 10 % du PIB et une mise en œuvre rapide. Mais son ton était beaucoup plus modéré que dans son interview au Financial Times une semaine plus tôt. Il ne veut probablement pas brûler les ponts avec les États du Nord et ajouter à un sentiment général de méfiance à l'égard des institutions européennes. Mais aucune percée n'est en vue. **Cela laisse**

**beaucoup de pression sur la BCE** qui, comme souvent, est la seule institution dotée d'une réelle puissance de feu, prête à prendre rapidement des décisions.

**La BCE se réunit ce jeudi 30 avril. Selon nous, le Conseil des gouverneurs devra trouver "quelque chose" pour montrer que la zone euro peut encore compter sur un puissant soutien politique.** Il doit au moins se montrer plus généreux et plus explicite sur le traitement des angles déchés. La semaine dernière, ils ont fait "la moitié du chemin". Lors d'une réunion imprévue mercredi dernier, la BCE a décidé de permettre aux actifs « investment grade » qui seraient dégradés (jusqu'à un minimum de BB) de rester éligibles comme garantie pour le refinancement des banques.

**Mais le marché s'est de plus en plus orienté vers la prise en compte non seulement de la qualité des actifs achetés par la BCE, mais aussi du montant.** En effet, il est inquiétant de constater que l'écart de taux de la dette souveraine italienne pouvait se creuser considérablement au début de la semaine dernière, alors que la BCE achète des titres via le Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) à un taux de 20 milliards d'euros par semaine. Le chiffre de 750 milliards d'euros (en plus de « l'assouplissement quantitatif traditionnel ») pour le PEPP semblait considérable à première vue, mais certains calculs rapides montrent que cela pourrait ne pas être le cas en ce qui concerne l'Italie. Nous ne nous attendons pas à une telle "annonce ferme" cette semaine déjà, mais nous nous attendons à ce que Christine Lagarde, dans ses questions-réponses, soit ouverte à l'augmentation du montant total de la PEPP. Même si l'Italie a conservé son statut d'investissement de qualité vendredi dernier, la viabilité de sa dette est précaire. Il faut plus que cela pour l'aider.

*Extrait sonore " Anna e Marco ", Lucio Dalla*

## LE THÈME DE CETTE SEMAINE

Comme d'habitude beaucoup de sujets restent à venir cette semaine, mais comment ne pas accorder une attention particulière à la publication du PIB pour le premier trimestre. Cela aura lieu mercredi pour les États-Unis, et jeudi pour la zone euro.

## OUTRO

Merci beaucoup de nous avoir écoutés. Si vous voulez en savoir plus, la Newsletter Macrocast est disponible sur le site d'AXA IM, le lien est dans la description. Nous serons là la semaine prochaine, j'espère que vous aussi. D'ici là, passez une bonne semaine.