



## L'EUROPE : NOUVELLE VALEUR REFUGE ?



**Nicolas Forest**  
Responsable de la  
gestion obligataire

De retour de Washington où la planète financière se réunissait ces derniers jours autour du FMI et des banquiers centraux, il est frappant de constater le consensus mou et presque ennuyeux autour de la zone euro. Après des années de crise systémique où le principe même de la zone euro fut souvent remis en cause, l'Europe apparaît comme un îlot de prospérité économique et de stabilité politique. Mais est-ce si vrai que cela ?

Économiquement tout d'abord il est un fait nouveau: la croissance européenne est désormais aussi forte que la croissance américaine et anglaise. Victor Constâncio, vice-président de la BCE, s'est ainsi réjoui que la croissance était tirée principalement par la forte demande domestique. La croissance réelle par habitant est ainsi l'une des plus solides des pays développés: 2% en 2017 contre seulement 1,5% aux Etats-Unis (cf. tableau). Depuis Juin 2014 -

date de la mise en place du programme exceptionnel de la BCE - plus de 7 millions d'emploi ont été créés. Il est aussi notable de constater que le déficit européen s'est considérablement amélioré de **-5.4% en mars 2010 à -0.3% au premier trimestre 2017**, avec un effort considérable des pays les plus déficitaires, de sorte que peu de pays européens auront en 2017 un déficit primaire inférieur à - 3%. Est-ce à dire qu'il n'y a plus de maillons faibles en Europe ? Certes non. Mais alors que l'Italie offre aujourd'hui une faible perspective de croissance potentielle, le ministre italien des finances s'est montré assez rassurant en évoquant la baisse du taux de chômage, suite notamment à la réforme du marché du travail. L'Italie, homme malade de l'Europe, verrait même baisser son niveau de dette sur **GDP en 2018, pour la première fois depuis 10 ans, selon les estimations du FMI.**

Dans ce contexte, le FMI a révisé à la hausse ses anticipations de croissance pour la zone Euro à 1.9% pour 2018, alors qu'il a baissé ses anticipations pour le Royaume-Uni à 1,5% et qu'il a émis des réserves sur la croissance américaine -dont la solidité dépendra de la possible réforme fiscale. Enfin, alors que la balance des comptes courants devrait rester largement excédentaire en zone Euro autour des 3%, les économies américaines et britanniques resteront structurellement déficitaires. Les perspectives économiques n'ont donc jamais été aussi positives en Europe.

Politiquement, la surprise est encore plus grande tant la zone euro apparaît pour nombre d'investisseurs comme relativement solide.

Relativement au Royaume-Uni déjà. Mervyn King s'est à cet égard montré particulièrement inquiet sur les négociations du *Brexit*. La positionnement du gouvernement de Sa Majesté lui apparaît comme « *incompréhensible* » ouvrant la voie à « *un possible gouvernement socialiste* »



qui pourrait lancer un programme de nationalisations et de possibles contrôles de capitaux. » Pour l'ex-gouverneur de la banque centrale d'Angleterre, l'hypothèse d'une « transition

graduelle » est aussi une utopie, dans la mesure où le gouvernement ne sait pas vers quoi irait la transition. Le gouvernement May, divisé sur son plan de long terme, rend de facto la négociation impossible avec ses partenaires européens. Et alors que le plan A est loin d'être clair, il n'y a pas de plan B.

Real GDP per capita growth – IMF forecasts WEO (percentage change)					
	1999 -2008	2016	2017	2018	2022
World	2.7	1.9	2.3	2.5	2.5
Advanced Economies	1.8	1.1	1.7	1.6	1.3
USA	1.5	0.8	1.5	1.7	1.1
<b>Euro area</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>
Japan	0.9	1.0	2.1	1.0	1.1
Emerging Economies	4.5	2.8	3.1	3.5	3.6

Sources: IMF/WEO (October 2017 and April 2017).

Relativement aux Etats-Unis ensuite. Larry Summers évoque à cet égard l'une des plus graves crises politiques qu'aient connu les Etats-Unis. « Avec un gouvernement et un président aussi incompetents, l'administration Trump représente l'un des plus grands risques politiques depuis 50 ans. » Les risques politiques concernent :

- la politique budgétaire, avec une réforme fiscale incertaine financée par une augmentation de la dette ;
- la politique monétaire, avec le remplacement délicat de Janet Yellen ;
- La diplomatie, avec le conflit en Corée du Nord et les tensions entourant l'accord sur le nucléaire iranien ;

Et pourtant, il est cependant intéressant de rappeler que, selon un sondage mené en septembre par NBC, 96% des électeurs de la

primaire républicaine de Donald Trump continuent d'approuver son action. Un tel écart est un vrai risque, peu pris en compte finalement par les marchés.

L'Europe de son côté progresse. A mi-chemin des réformes structurelles, la zone euro finalise l'union bancaire, travaille sur un possible renforcement de l'union fiscale et devrait renforcer l'ESM. Si la croissance européenne reste cyclique, il est important de mentionner le sentiment positif sur les réformes structurelles engagées pour renforcer l'union. Les idées du Président Macron -sans être neuves- sont largement bien reçues par les investisseurs, et pourraient renforcer la crédibilité de la zone euro.

Sortant des années de disgrâce, la devise européenne est en train de devenir une véritable valeur refuge. Nul doute que le marché fait preuve d'une certaine complaisance -en faisant fi du risque catalan et des élections italiennes- mais il est clair que l'Europe s'est structurellement renforcée. Dans ce contexte, il apparaît probable que l'Euro retrouve son niveau d'équilibre de 1,20 au cours de 2018. Car finalement, comme le disait Nietzsche, « toutes les choses reviennent éternellement ».