



WORLD WAR C. – EPISODE 5. *Fluctuat nec mergitur**

*« Il est battu par les flots, mais ne sombre pas »

Nos lecteurs auront reconnu la devise de la ville de Paris. Nous trouvons que cet adage correspond bien à une autre devise, monétaire cette fois-ci, l'Euro. Mais ce n'est pas le seul point de rapprochement potentiel entre Paris et l'Euro. En effet, l'Euro est une devise dont l'une des nombreuses particularités est d'avoir son principal centre financier en dehors de la zone avec Londres. Le Brexit devrait très progressivement y mettre fin et on pourrait voir émerger dans les années qui viennent un centre financier local. Francfort part avec une longueur d'avance en accueillant déjà le siège de la BCE ainsi que la négociation de l'actif financier de référence en Europe : l'obligation allemande ou Bund. Mais Paris, où sont localisés les autorités européennes de marchés (ESMA) et bancaires (EBA) ainsi qu'un système bancaire relativement développé, n'a pas dit son dernier mot. Alors la cité va-t-elle remplacer la City ? nous n'avons pour l'instant pas la réponse. Avant cela, commençons déjà par tenter d'évaluer les conséquences de la crise pour la zone euro.

Les nouvelles du front

- **Sur le plan sanitaire** : les sorties de confinement commencent à se matérialiser en Europe avec un retour très progressif à la normale qui commencerait à partir de début mai. Le plateau semble avoir également été atteint à New York. En revanche, le consensus politique aux Etats-Unis semble se fissurer avec des manifestations, certes très minoritaires mais assez virulentes, contre le confinement en Virginie, dans le Michigan ou bien le Wisconsin. On assiste aussi à une résurgence limitée du virus en Asie.

- **Sur le plan des marchés** : l'embellie se poursuit avec une deuxième semaine consécutive de hausse. Cette dernière s'est accompagnée d'un nouveau plan de la FED qui vise cette fois-ci, pour la première fois de son histoire, à intervenir sur les obligations à haut rendement, les plus risquées. Il semblerait donc que l'objectif soit de renflouer les investisseurs ayant subi des pertes significatives en espérant que tout reparte comme avant. Outre l'aléas moral que cela génère, cette politique nous semble constituer un gaspillage de ressources qui pourraient s'avérer nécessaires ultérieurement. Le marché pétrolier a quant à lui mal digéré l'accord de la semaine dernière et replonge à nouveau.

- **Concernant nos portefeuilles**, Nous nous attendions à un rebond technique à la suite de la très forte baisse antérieure. Cependant, l'ampleur de ce dernier nous surprend un peu notamment aux USA. En effet, cette hausse semble reposer sur un mélange de croyance en l'omnipotence des banques centrales et d'espoir un peu trop enthousiaste sur la découverte rapide d'un traitement, comme le montre la réaction enthousiaste à l'annonce, pourtant très préliminaire, de Gilead sur son traitement. Nous n'avons pas de doute sur le succès éventuel des recherches mais nous pensons que cela devrait prendre un peu plus de temps. Dans l'immédiat, nous avons donc suspendu nos achats et attendons de voir les prochaines évolutions des marchés.

Les conséquences de la crise pour l'Euro :

A sa création en 1999, l'Euro semblait répondre à deux impératifs :

- Marquer l'achèvement du marché unique européen en se débarrassant des fluctuations monétaires intempestives. Qui se souvient encore du casse-tête des montants compensatoires monétaires sur les marchés agricoles ?
- De façon plus générale, créer, un peu dans une vision marxienne, une infrastructure commune qui déterminerait une superstructure politique amenant à une mise en commun de plus en plus poussée des politiques économiques.

Cependant, la devise a été lancée avec deux défauts importants :

- La devise n'était pas complètement achevée du point de vue technique
- Les fondateurs n'anticipaient pas la réaction des acteurs à la création de la devise : l'accroissement des endettements publics et des bulles immobilières, face à la baisse des taux d'intérêt générée par la nouvelle devise.

La crise de 2011 et 2012 a mis en lumière ces défauts. Ainsi, après quelques négociations au bord du précipice et quelques acrobaties juridiques à l'égard du statut de la BCE dirigée par M. Draghi, la crise a pu être évitée et la structure de l'euro s'est trouvée renforcée par l'élargissement de facto du rôle de la BCE, seule véritable institution pan européenne, la création d'un régulateur macro prudentiel bancaire européen et la création d'un fonds d'assistance, le Fonds Monétaire Européen.

Cependant, en dépit de cette crise quatre problèmes restaient en souffrance pour que l'Euro devienne une devise techniquement aboutie :

- Un problème économique : l'ensemble des défauts macroéconomiques ont globalement été gommés à l'exception d'un seul : le niveau d'endettement de l'Etat italien. Ce dernier est très important et représente environ 130% du PIB. Cependant, à la différence de la situation grecque, l'Italie affiche un léger excédent de ses comptes courants avec un niveau d'endettement légèrement inférieur à l'épargne des ménages italiens. Néanmoins, le triste état des finances italiennes empêche une relance significative de son économie qui végète ainsi que l'assainissement de son système bancaire.
- L'état d'une partie des banques italiennes empêche également la création du dernier élément entérinant la création d'un marché unique bancaire : la création d'un fonds européen de garantie des dépôts. Cependant, quelques timides avancées sur le sujet ont pu être constatées.
- Il manque une vraie obligation de référence pan européenne. Le choix du Bund, l'obligation allemande, est un choix par défaut qui n'est pas vraiment représentatif de l'ensemble de l'économie européenne.
- Enfin et surtout, la dernière pièce manquante est un mécanisme budgétaire commun qui permette d'aider les pays subissant un choc économique.

Le dernier point est effectivement un point saillant du débat actuel qui oppose de façon un peu simpliste les pays du sud favorables au lancement d'outils budgétaires communs aux pays du nord tenants de « l'ordo libéralisme » (respect des règles juridiques, conservatisme fiscal) qui insistent sur la nécessité de purger les déficits antérieurs avant d'envisager la mise en place de mécanismes européens.

Avant d'évaluer les perspectives de l'Euro, il convient d'ajouter une nouvelle donnée fondamentale. Comme évoqué en introduction, la sortie de la Grande Bretagne de l'UE a fortement accru l'identification entre la construction européenne et l'Euro : 4 pays (Bulgarie, Croatie, Hongrie et Roumanie) ont vocation à l'adopter à terme et désormais, seuls 4 pays membres (Danemark, Pologne, république Tchèque et Suède), n'affichent pas d'intention de rejoindre la monnaie commune.

Le fait que l'Italie soit l'épicentre de la crise est clairement un élément de fragilité pour l'Euro. Cependant, on peut noter quelques mouvements encourageants :

- A défaut d'emprunts communs qui restent un anathème pour certains pays, ce qui serait au passage juridiquement compliqué à réaliser, l'Union Européenne pourrait émettre des obligations sur une échelle inconnue jusqu'ici pour financer une partie du chômage partiel européen ainsi qu'un plan de relance. On parle de plus d'une centaine de milliards d'euros.

- Le principe de la solidarité a été partiellement acté avec la création d'un fonds médical et l'assouplissement des conditions d'accès au FME.

En conclusion, la situation italienne est préoccupante et reste le principal obstacle à une pérennité sereine de la monnaie unique. Par le passé, l'Union a su faire preuve de solidarité, parfois de manière brutale ou désordonnée mais malgré tout réelle. Aujourd'hui 80% de la dette grecque est détenu par des entités publiques européennes et celle-ci ne paie quasiment pas d'intérêts. De plus, la Grande Bretagne, principal héraut de l'approche purement « marché », ayant quitté l'Union nous estimons que la vision du projet politique devrait finir par l'emporter, éventuellement après quelques frayeurs.

Le point sur nos portefeuilles depuis le début de l'année

GAMME LATITUDE :

- **Invest Latitude Patrimoine – part A (SRRI 3) : + 0,7% vs. - 6,2%** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Modérée – International)

- **Invest Latitude Monde – part A (SRRI 4) : - 0,8% vs. - 10,2%** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Flexible – International)

GESTION PILOTÉE :

- **Profil modéré: - 3,1% vs. - 6,2%** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Modérée – International)

- **Profil équilibré : - 5,4% vs. - 10,2%** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Flexible – International)

- **Profil dynamique : - 10,6% vs. - 12,7%** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Actions Internationales – Flex-Caps)



Gilles ETCHEBERRIGARAY
Directeur Général

Rédigé le 20 avril 2020