

La question de l'élection : l'Europe

Pourquoi ne pas être satisfait de voir les yeux de la planète géopolitique, politique, économique et financière tournés vers la France ? Les enjeux de l'élection présidentielle et ceux des législatives ne sont pas simples à comprendre pour nous. On se demande bien ce que peuvent en penser les autres. Ce qui se mesure – les variations sur les marchés financiers – montre une inquiétude assez limitée. Le rendement de l'Obligation du Trésor à 10 ans est certes supérieur de 0,72 % à son équivalent allemand, mais ne ressort encore qu'à 0,91 %. Le CAC 40 a certes pris un retard de 2 % par rapport au Dax depuis janvier, mais tenant la zone des 5.000 points dans l'ambiance de pression des sondages, affiche encore une progression de 3 %. Derrière ce sang froid, il y a la confiance dans les institutions françaises, mais aussi le flou sur la question posée aux électeurs. Et donc sur les conséquences de la réponse.

La dette souveraine française bénéficie de la crédibilité fiscale du pays et des institutions

Les investisseurs internationaux marquent leur confiance dans la solidité à long terme de notre pays – la cinquième puissance mondiale – sur le seul marché liquide qui leur

est autorisé : celui des taux. En effet, les chocs politiques se traduisent en général par un effet devise, la baisse du change permettant à la Banque Centrale de cadrer la liquidité. Le dernier exemple est le Brexit qui, neuf mois après le référendum, apparaît comme un simple épisode financier. Au sein de la zone euro – tant qu'elle tient en tout cas - la variable d'ajustement est le marché obligataire.

La question ne peut se tenir dans les caricatures que les candidats à l'élection présidentielle ont choisies pratiquement sans exception et quelles que puissent être les options qu'ils ont présentées. La qualité de la dette souveraine repose sur la capacité de l'État émetteur de lever de l'impôt. Sur ce plan, on peut dire que la France et son administration bénéficient d'une crédibilité maximale.

Cependant, pour que cet impôt soit levé, c'est à dire pour que les dettes soient refinançables, il faut une stabilité politique assurée. Le mécanisme des institutions de la cinquième République telle qu'elle a évolué avec le quinquennat et la mise sous la tutelle du Conseil Constitutionnel valide la grande sérénité des marchés obligataires. Quel que puisse être le duel de second tour qui sortira des urnes dimanche, quel que puisse être le président finalement désigné le 7 mai, l'Assemblée Nationale aura le dernier mot. Avec l'appui du gouvernement des juges du Conseil Constitutionnel, le Parlement a toutes chances d'éviter une vraie crise.

L'Europe devra gérer alors que c'est elle et, au moins son fonctionnement qui est en cause

Restent deux conditions. Elles sont liées : l'autorité des traités européens (justement base de pas mal de décisions potentielles du Conseil Constitutionnel) et la liquidité de l'économie, qui doit être assurée par la Banque Centrale.

Ainsi, sur le plan institutionnel comme sur celui de la marché de l'économie, la France ne peut se passer des textes européens, de ses pratiques, procédures, réglementations et même de son administration bureaucratique.

On sait que face aux ruptures politiques, géopolitiques ou même financières, le grand risque concerne la liquidité et que les instituts d'émissions font face pour assurer le fonctionnement de l'économie. C'est ce qu'a fait la Banque d'Angleterre après un Brexit qu'elle avait vigoureusement combattu. La question post-élection en France serait ainsi gérée par la BCE, comme les réglementations européennes encadreraient finalement les initiatives législatives.

Le paradoxe se démontre de lui-même : l'Union Européenne et la zone euro seront d'autant plus à la manœuvre que le choix des électeurs marquera plus fortement le rejet des institutions supranationales de l'Europe. Elles n'auront guère le choix, mais ce simple constat confirme la place centrale de la question pour les électeurs et pour ceux qui seront élus.

On constate que la majorité écrasante des candidats à l'élection présidentielle - qui vont sans doute ensemble réunir plus de 50 % des suffrages – est hostile à des degrés divers aux règles de l'Union Européenne et de la zone euro. L'enjeu des élections d'avril, mai et juin est là, comme le sera celui des élections allemandes, et italiennes à venir. L'alternative va se manifester : un changement radical des pratiques ou un éclatement synonyme de crise économique et financière dépassant largement le cadre des frontières du Vieux continent. 18 années d'euro ont finalement extériorisé les divergences des différents pays, pour l'essentiel celles de l'Italie, la France et l'Allemagne. Derrière des régimes fiscaux et sociaux qui ne tiennent pas facilement dans une zone monétaire unique, se retrouve le ressort : la démographie.

Le choix entre plus de supranationalité ou une explosion de l'euro ne peut rester binaire : la gouvernance des trois grands pays, ensemble, va devoir inventer de nouvelles règles, de nouvelles solidarités, pour de nouveaux équilibres.

Le Dax, mesure d'une nouvelle gouvernance de l'euro qui évite le risque systémique

Évidemment le débat électoral, sacrifié à la caricature, évite – en Allemagne comme en France – cette problématique qui ne va faire que s'imposer de plus en plus. On en revient aux marchés. Les taux souverains Italiens offrent une prime par rapport aux Allemands comme aux Français. C'est logique puisque les fondamentaux de la Péninsule intègrent la démographie déclinante de l'un et les dettes de l'autre. Un éclatement de la zone euro impliquerait une dévaluation de près de 20 % d'une monnaie italienne par rapport à un panier répliquant la monnaie unique. La France afficherait 10 % et on a vu que la crédibilité de sa fiscalité limiterait les risques de taux durables. En revanche, la Bourse qui serait la plus affectée serait sans doute Francfort : une devise réévaluée casserait la compétitivité allemande fondée sur l'euro.

Le Dax est sans doute la mesure à suivre dans le tumulte des élections françaises. On comprend à la suivre que le scénario d'un éclatement de l'euro sous pression politique est exclu pour des raisons « systémiques ». Mais on comprend aussi que le montage actuel de la monnaie unique a peu de chances de pouvoir être maintenu. Le nouvel ordre monétaire européen sera affaire de politique, avec forcément moins de déséquilibre en faveur des intérêts allemands. Cela signifie sans doute des épreuves de force, mais les marchés financiers veulent croire que les fondamentaux seront plus forts que les postures démagogiques.

Les rapports offerts par les bookmakers pour le futur président : Macron 2,10 € (de retour pour un euro misé) ; Fillon 4,0 € ; Le Pen 4,50 € ; Mélenchon 9,0 €.