

Concours d'entrée 2025

Voie générale

Concours externe

2^{ème} épreuve d'admissibilité

Une épreuve consistant, à partir d'un dossier, en une note opérationnelle portant sur une problématique d'économie.

Durée : 5 heures – coefficient 4 : si choisie comme majeure ; coefficient 2 : si choisie comme mineure.

L'épreuve a pour objet de vérifier la capacité des candidats à utiliser l'analyse, les concepts et les outils économiques pour formuler un diagnostic et proposer des orientations argumentées et opérationnelles de politiques publiques. Elle suppose, outre des connaissances en microéconomie et macroéconomie et la capacité de les mobiliser pour analyser des situations concrètes, une aptitude à décrire les enchaînements économiques et à faire le lien entre les outils de l'économiste et les problèmes économiques.

Le sujet est accompagné d'un dossier composé d'un ensemble de documents. Destiné à nourrir la réflexion, ce dossier ne doit pas donner lieu à une synthèse mais permettre aux candidats d'en extraire les éléments utiles à la construction de leur raisonnement, qui doit s'appuyer sur une solide connaissance des faits, concepts et mécanismes économiques.

Sujet

Vous êtes adjoint(e) au chef du bureau « Union économique et monétaire » de la Direction générale du Trésor. Dans le cadre de la préparation du prochain cadre financier pluriannuel (CFP) européen et des négociations qui vont s'ensuivre, votre hiérarchie vous demande de rédiger une note pour le cabinet du ministre de l'Économie et des Finances sur la question de la dette européenne commune.

Cette note doit :

- présenter les justifications qui pourraient plaider pour l'instauration d'une dette commune pérenne à l'échelle de l'Union européenne ainsi que ses risques, tant pour l'Union que pour la France ;
- exposer les modalités de mise en œuvre d'une telle dette commune et les contraintes à prévoir ;
- proposer un arbitrage au ministre sur l'opportunité d'une dette européenne commune ainsi qu'un plan d'action succinct.

Dossier

N°	Documents joints	Pages
1	« L'avenir de la compétitivité européenne », Rapport Draghi, septembre 2024, www.commission.europa.eu (extrait), Traduction proposée par le jury	4 à 6
2	« Le rapport Draghi rouvre le débat sur la pérennité de la dette européenne », Sophie Rolland, Les Echos, 13 septembre 2024, www.lesechos.fr	7 et 8
3	Présentation du programme NGEU par la Commission européenne, 23 janvier 2025 (date de consultation du site), www.commission.europa.eu , Traduction proposée par le jury	9 et 10
4	Règlement (UE) 2020/2094 du Conseil du 14 décembre 2020 établissant un instrument de l'Union européenne pour la relance en vue de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19, www.eur-lex.europa.eu (extrait)	11 à 13
5	« Une estimation du coût à long terme des emprunts de l'Union européenne », Grégory Claeys, Conor McCaffrey et Lennard Welslau, Bruegel, Briefing pour le Parlement européen PE 754.286, octobre 2023, www.europarl.europa.eu , Traduction proposée par le jury	14 à 23
6	« The rising cost of European Union borrowing and what to do about it », Grégory Claeys, Conor McCaffrey et Lennard Welslau Policy Brief n° 12/23, mai 2023, www.europarl.europa.eu (extraits), Traduction proposée par le jury	24 à 30
7	« L'Union européenne à la recherche de financements à la hauteur de ses objectifs », Karl de Meyer, Les Echos, 15 juin 2024, www.lesechos.fr	31 et 32
8	« Budget de l'UE: la Commission présente un train de mesures adapté pour la prochaine génération de ressources propres », Communiqué de presse de la Commission européenne, 20 juin 2023, www.ec.europa.eu , Traduction proposée par le jury	33 et 34

Liste des sigles :

- BEI : Banque européenne d'investissement
- CADES : Caisse d'amortissement de la dette sociale
- KfW : La Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW ; en français : Établissement de crédit pour la reconstruction)
- NGEU : Next Generation EU / Nouvelle Génération UE
- PIB : produit intérieur brut
- RNB : revenu national brut
- R&D : recherche et développement
- UE : Union européenne
- UNEDIC : Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce

Traductions proposées par le jury :

- Balance of Payments Mécanisme de soutien financier des balances des paiements
- Bid-ask spread : écart offre-demande
- Bruegel based on Bloomberg : Bruegel d'après Bloomberg
- EU : UE : Union européenne
- EU-Bund spread : écart entre les taux allemands et de l'UE
- European Financial Stabilisation Mechanism : Mécanisme européen de stabilité financière (MESF)
- Germany : Allemagne
- Historical : historique
- Historical minimum : minimum historique
- Interest : intérêt
- Lower spread scenario : scénario de spread inférieur
- Macro-Financial Assistance (MFA) : Assistance macro-financière (AMF)
- Median : médiane
- Percentile : centile
- Repayment : remboursement
- Rollover : roulement
- Spain : Espagne
- Spread swap-Bund ou Swap-bund spread : : écart (spread) entre le contrat d'échange de taux (swap) et l'obligation souveraine allemande (Bund)
- The September and April values are for 08/09/2023 and 11/04/2023 respectively : Les valeurs de septembre et d'avril sont respectivement pour les 08/09/2023 et 11/04/2023.
- The rising cost of European Union borrowing and what to do about it : Le coût croissant de la dette de l'Union européenne et comment y faire face
- Trading : volume de transactions

« L'avenir de la compétitivité européenne », Rapport Draghi, septembre 2024, www.commission.europa.eu (extrait), Traduction proposée par le jury

Partie B (Analyses détaillées et recommandations)

Section 2 : politiques horizontales

Chapitre 3 : soutenir l'investissement

[...]

Inefficiences dans le financement public de l'UE de l'investissement

Les investissements nécessaires en Europe ne sont pas uniquement contraints par la fragmentation des marchés financiers, mais aussi par les limites du budget de l'UE et par le remboursement prévu des obligations émises dans le cadre de NextGenerationEU (NGEU). Le budget annuel de l'UE est faible, représentant un peu plus de 1 % du PIB de l'UE, tandis que les budgets des États membres atteignent collectivement près de 50 %. De plus, ce budget n'est pas alloué aux priorités stratégiques de l'UE. Malgré des tentatives de réforme, la cohésion et la politique agricole commune représentent respectivement 30,5 % et 30,9 % du Cadre financier pluriannuel (CFP) 2021-2027. La décision de lancer NGEU en 2020 a renforcé l'accent mis sur les investissements verts et numériques, et a permis au budget global d'atteindre 2 000 milliards d'euros – avec un complément de 807 milliards d'euros financé par des emprunts de l'UE, remboursables d'ici 2058. Le remboursement commencera en 2028 et s'élèvera à 30 milliards d'euros par an. L'accord politique trouvé en 2020 prévoyait que le remboursement des intérêts et du principal de la composante subvention de NGEU serait financé par de nouvelles ressources propres. La Commission a présenté une proposition à cet effet en juin 2023. Cependant, en l'absence d'une décision sur ces nouvelles ressources propres, le pouvoir de dépense effectif au niveau de l'UE serait mécaniquement réduit par les paiements d'intérêts et de principal. Les États membres devraient alors augmenter leurs contributions RNB pour maintenir les niveaux actuels de dépenses ou prévoir des coupes dans les programmes du prochain CFP. Cependant, toute augmentation des ressources ou tout report du remboursement devrait s'accompagner d'une réforme du budget de l'UE.

Là où l'UE dépense collectivement, son efficacité est entravée par la fragmentation, la complexité et la rigidité. Tout d'abord, les instruments de financement sont fragmentés et ne sont pas assez ciblés sur les priorités stratégiques. L'UE compte près de 50 programmes de dépenses, ce qui empêche le budget européen d'atteindre une échelle suffisante pour des projets de grande ampleur au niveau paneuropéen. Cela conduit également à des doublons et des chevauchements, une même politique pouvant être financée par une multitude de programmes européens gérés soit par la Commission, soit par les États membres. Ensuite, l'accès au financement public européen est complexe et trop bureaucratique pour les acteurs privés. Par exemple, l'UE dispose de plusieurs fonds pour soutenir les technologies propres, la deep tech¹ et les technologies numériques, mais ces fonds sont répartis sur divers programmes de dépenses et suivent des règles différentes. Enfin, le budget de l'UE est bien plus rigide que les budgets nationaux. Le CFP est proposé plus de deux ans avant sa mise en œuvre et fixe le budget de l'Union pour sept ans. Avec les retards inhérents à la programmation, les fonds atteignent

¹ Traduction proposée par le jury : La notion de « DeepTech » désigne l'ensemble des entreprises et des projets développant des produits ou des services intégrant des innovations et des technologies de rupture

généralement leurs cibles près de cinq ans après leur conception. De plus, le CFP délimite des dépenses spécifiques par grandes catégories, et les transferts entre différents postes budgétaires ou programmes sont difficiles, offrant peu de marge pour répondre à de nouvelles priorités politiques ou à des événements imprévus.

La capacité du budget de l'UE à mobiliser des investissements privés via des instruments de partage des risques est limitée par un faible appétit pour le risque. L'instrument de partage des risques le plus important actuellement en place est le programme InvestEU, qui vise à promouvoir des investissements dans des domaines considérés comme stratégiques pour l'UE. Ce programme fournit une garantie budgétaire de l'UE pouvant être utilisée pour réduire les risques pour les investisseurs publics et privés. Le principal partenaire de mise en œuvre d'InvestEU est la Banque européenne d'investissement (BEI), qui opère aux côtés d'opérateurs nationaux et d'autres institutions financières internationales. Cependant, dans la mise en œuvre d'InvestEU, la BEI reste majoritairement concentrée sur des investissements à faible risque. Bien qu'il y ait eu une tentative prudente d'orienter la garantie InvestEU vers des produits plus risqués, InvestEU reste insuffisamment utilisé pour l'absorption des risques, alors que c'est là que la valeur ajoutée du soutien public est la plus élevée. En ce qui concerne les opérateurs nationaux, leur fonctionnement dans le cadre d'InvestEU a permis une meilleure harmonisation des objectifs nationaux avec les priorités de l'UE, une standardisation des pratiques et une coopération accrue. Toutefois, une grande partie de leurs opérations n'est pas suffisamment focalisée sur les secteurs les plus innovants.

Les arguments en faveur d'un actif sûr européen

Il est indéniable que l'émission d'un actif sûr commun faciliterait grandement la réalisation et l'achèvement de l'Union des marchés de capitaux (UMC). Premièrement, elle favoriserait une tarification uniforme des obligations d'entreprises et des produits dérivés en fournissant un indice de référence clé, ce qui aiderait à standardiser les titres financiers dans l'ensemble de l'UE et rendrait les marchés plus transparents et comparables. Deuxièmement, un tel actif fournirait un type de collatéral sûr utilisable dans tous les pays et dans tous les segments de marché, que ce soit pour les activités de contreparties centrales ou pour les échanges de liquidités interbancaires, y compris à l'échelle transfrontalière. Troisièmement, un actif sûr commun constituerait un marché large et liquide qui attirerait des investisseurs à l'échelle mondiale, entraînant une réduction des coûts du capital et une plus grande efficacité des marchés financiers dans toute l'UE. Cet actif servirait également de base aux réserves internationales en euros détenues par d'autres banques centrales, renforçant ainsi le rôle de l'euro en tant que monnaie de réserve. Quatrièmement, il offrirait à tous les ménages européens un actif de détail sûr et liquide, accessible à un prix commun, réduisant ainsi les asymétries d'information et le « biais domestique » dans l'allocation des fonds de détail.

Un financement conjoint des investissements au niveau de l'UE est nécessaire pour maximiser la croissance de la productivité, ainsi que pour financer d'autres biens publics européens. Plus les gouvernements mettront en œuvre la stratégie décrite dans ce rapport, plus les gains de productivité seront importants, et plus il sera facile pour les gouvernements de supporter les coûts budgétaires liés au soutien des investissements privés et à leurs propres investissements. Le financement conjoint de projets spécifiques sera essentiel pour maximiser les gains de productivité de cette stratégie, comme l'investissement dans la recherche de rupture et les infrastructures permettant d'intégrer l'intelligence artificielle dans l'économie. Parallèlement, d'autres biens publics identifiés dans ce rapport – tels que les investissements dans les réseaux électriques et les interconnexions, ainsi que le financement d'achats groupés d'équipements de défense et de R&D en matière de défense – seraient insuffisamment pourvus sans action et financement communs. Enfin, pour que les États membres convergent davantage dans leurs politiques – qu'il s'agisse du marché unique ou, de manière plus générale, des politiques décrites dans ce rapport comme le climat, l'innovation, la défense, l'espace ou l'éducation – il faudra à la fois de la réglementation et des incitations. Ces incitations nécessiteront également un financement commun. Cependant, si la stratégie n'est pas pleinement mise en œuvre et

que la croissance de la productivité ne s'accélère pas, une émission plus large de dette publique pourrait être nécessaire pour rendre le financement des transitions plus réaliste.

L'émission d'actifs sûrs communs pour financer des projets d'investissement conjoints pourrait s'inspirer des modèles existants – toutefois, elle devrait être accompagnée de tous les garde-fous qu'une telle étape fondamentale exige. L'utilisation d'un actif sûr commun bénéficie d'un précédent bien établi avec le financement du programme NGEU. Les circonstances actuelles sont tout aussi graves, bien que moins dramatiques. Mais émettre de tels actifs de manière plus systématique nécessiterait un ensemble de règles budgétaires renforcées, garantissant qu'une augmentation de la dette commune s'accompagne d'une trajectoire plus soutenable des dettes nationales. De cette manière, tous les États membres de l'UE pourraient contribuer à un tel actif sans compromettre la viabilité de leur dette publique. Les émissions devraient également rester liées à des missions et des projets précis.

[...]

« Le rapport Draghi rouvre le débat sur la pérennité de la dette européenne », Sophie Rolland, Les Echos, 13 septembre 2024, www.lesechos.fr

Si les emprunts obligataires de l'Union européenne, conçus pour être temporaires, ne peuvent pas être renouvelés, ils pèseront lourdement sur le budget de l'UE dès 2028.



Dans son rapport, Mario Draghi égrène les bénéfices d'une dette conjointe. (Wiktor Dabkowski/Zuma Press Wire)

A l'origine conçus pour être ciblés et temporaires, les programmes d'emprunt de l'Union européenne pourraient-ils devenir pérennes ? Le rapport Draghi, publié cette semaine, et qui chiffre à 800 milliards d'euros par an les investissements nécessaires pour enrayer le déclin de la compétitivité de l'UE, a rouvert le débat.

Celui-ci couve depuis des années. En octobre 2020, pour soutenir les Etats dans leurs mesures d'aide à l'emploi pendant la pandémie, l'UE avait mis en place son premier programme d'émission de dette commune, le programme Sure, d'un montant de 100 milliards d'euros. Puis, à la faveur de la mise en place du plan de relance NextGenerationEU (NGEU), l'année suivante, la Commission a été autorisée à émettre des obligations pour lever jusqu'à 800 milliards d'euros. Mais ces opérations ne sont pas censées se poursuivre après 2026.

L'encours d'obligations européennes est ainsi passé en moins de quatre ans d'à peine 50 milliards à plus de 540 milliards d'euros, ce qui représente un peu plus d'un cinquième de la dette de la France négociée sur les marchés (plus de 2.555 milliards d'euros). Et, à horizon 2026, sa progression pourrait faire de l'Union européenne le cinquième emprunteur de la zone euro, derrière la France, l'Italie, l'Allemagne et l'Espagne.

Inquiétudes à Bruxelles

Or si ces emprunts ne peuvent pas être « roulés » (ou renouvelés), c'est-à-dire si l'Europe ne peut pas faire de nouvelles émissions obligataires pour refinancer celles qui arrivent à échéance, ils devront, par définition, être remboursés. La capacité budgétaire de l'UE en sera sérieusement entamée. « Le remboursement de l'emprunt européen lié à NGEU commencera en 2028 et représentera 30 milliards d'euros par an », relève le rapport Draghi, qui plaide ouvertement pour une dette commune.

A Bruxelles, le sujet inquiète de plus en plus. Selon le « Financial Times », des discussions auraient même commencé sur la meilleure façon d'allonger la maturité de 350 milliards d'euros de dette. Mais comment surmonter l'opposition de certains pays, en particulier l'Allemagne ?

Lundi, le ministre allemand des Finances, Christian Lindner, s'est violemment opposé à la proposition du rapport Draghi qui appelle à mettre en place une dette européenne. L'ancien président de la BCE estime en effet qu'un « financement conjoint des investissements au niveau de l'UE est nécessaire pour maximiser la croissance de la productivité » et soutenir la compétitivité européenne. Sans surprise, Christian Lindner s'est dit « très sceptique à l'égard de l'approche de la dette de M. Draghi ». Pour le ministre, une dette commune « ne résoudra pas les problèmes structurels de l'Europe » et signifierait que « l'Allemagne paierait pour les autres [pays] ».

Mise en place d'une véritable Union des marchés de capitaux

Dans son rapport, Mario Draghi égrène les bénéfices d'une dette conjointe. Elle faciliterait la mise en place d'une véritable Union des marchés de capitaux, avance-t-il. D'abord, l'existence d'un actif financier sûr véritablement paneuropéen, en fournissant des taux de marché de référence, « contribuerait à normaliser les produits financiers dans l'UE et à rendre les marchés plus transparents et comparables ». Pour l'instant, les investisseurs se réfèrent aux taux allemands, et c'est le Bund qui a le statut d'actif sans risque de la zone euro.

Une dette commune pourrait aussi être utilisée comme une garantie d'excellente qualité, pour les Etats ou les acteurs de marché dans le cadre d'opérations financières. L'Union européenne est notée triple A par Moody's et Fitch et AA + par S&P.

Un actif sûr commun « constituerait également la base des réserves internationales en euros détenues par d'autres pays », défend le rapport. Enfin et surtout, il pourrait créer un marché vaste et liquide susceptible d'attirer les investisseurs du monde entier. De quoi améliorer l'efficacité des marchés européens et réduire le coût du capital pour les entreprises de l'UE.

Présentation du programme NGEU par la Commission européenne, 23 janvier 2025 (date de consultation du site), www.commission.europa.eu (extraits), Traduction proposée par le jury

NextGenerationEU

NextGenerationEU est un instrument de relance temporaire novateur destiné à soutenir la reprise économique de l'Europe après la pandémie de coronavirus et à construire un avenir plus vert, plus numérique et plus résilient.

Sur la base des demandes de financement des États membres au titre de la facilité pour la reprise et la résilience et des besoins de financement d'autres programmes de l'UE soutenus par NextGenerationEU, l'UE prévoit de lever jusqu'à 712 milliards d'euros (sur une enveloppe maximale du programme de 806,9 milliards d'euros) d'ici à 2026.

[...]

Utilisation des recettes de NextGenerationEU

La pièce maîtresse de NextGenerationEU est la facilité pour la **reprise et la résilience (FRR)**, un instrument qui offre des subventions et des prêts pour soutenir les réformes et les investissements dans les États membres de l'UE. Des fonds au titre de la FRR sont fournis aux États membres conformément à leurs plans nationaux pour la reprise et la résilience – les feuilles de route pour les réformes et les investissements visant à rendre les économies de l'UE plus vertes, numériques et plus résilientes.

Dans le cadre de la FRR, jusqu'à **338 milliards d'euros** de subventions seront financés par des opérations d'emprunt. Les États membres recevront également des subventions supplémentaires au titre de la FRR d'un montant de 17,3 milliards d'euros financées au titre du système d'échange de quotas d'émission (SEQE) et de 1,6 milliard d'euros au titre de la réserve d'ajustement au Brexit.

Les opérations d'emprunt financeront également des prêts au titre de la FRR. Sur l'enveloppe totale des prêts disponibles au titre de la FRR, qui s'élève à 385 milliards d'euros, **près de 291 milliards d'euros** avaient été engagés à la fin de 2023, à la suite des demandes des États membres.

En outre, jusqu'à **83,1 milliards d'euros** de fonds NextGenerationEU sont utilisés pour renforcer plusieurs programmes existants de l'UE, tels que le Fonds pour une transition juste, Horizon Europe, InvestEU, RescEU et ReactEU.

Des mises à jour en direct sur les réformes mises en œuvre par les États membres et les fonds qu'ils ont reçus sont disponibles sur la page de la Commission consacrée à la facilité pour la reprise et la résilience et sur le tableau de bord de la reprise et de la résilience.

Vous trouverez ici une vue d'ensemble des projets financés par l'intermédiaire de la facilité pour la reprise et la résilience dans les États membres de l'UE.

Remboursement de l'emprunt

Le remboursement des emprunts de l'UE alloués à NextGenerationEU débutera à partir de 2028 et s'échelonnera sur une longue période, jusqu'en 2058.

Les prêts seront remboursés par les États membres emprunteurs. Les subventions seront remboursées par le budget de l'UE.

Afin de contribuer au remboursement de la partie «subvention» de l'emprunt, la Commission a proposé d'ajouter des ressources propres (ou des sources de recettes)

supplémentaires au budget de l'UE en 2021. Le 20 juin 2023, la Commission a achevé sa proposition relative à une nouvelle génération de ressources propres.

La Commission collabore avec le Parlement européen et les États membres de l'UE au sein du Conseil en vue d'une approbation rapide des nouvelles sources de recettes.

[...]

Garantie de l'emprunt

Pour soutenir l'emprunt, conserver sa notation de crédit élevée et lever des fonds dans des conditions de marché favorables, l'UE utilise le budget de l'UE et sa marge de manœuvre.

La marge de manœuvre correspond à la différence entre le plafond des ressources propres (c'est-à-dire le montant maximal des ressources auquel la Commission peut demander aux États membres de contribuer au cours d'une année donnée) et les fonds dont elle a réellement besoin pour couvrir les dépenses prévues par le budget. Un plafond suffisamment élevé permet à l'UE de couvrir l'ensemble de ses obligations financières et de ses passifs éventuels arrivant à échéance au cours d'une année donnée.

Afin de garantir une marge de manœuvre suffisante pour les emprunts destinés à financer NextGenerationEU, l'UE a temporairement et exceptionnellement augmenté de 0,6 point de pourcentage le plafond des ressources propres, qui passe de 1,4 % à 2% du revenu national brut (RNB) de l'UE.

Cette augmentation est limitée dans le temps, jusqu'en 2028, et n'est utilisée que dans le contexte de la reprise après la pandémie de coronavirus. Cette augmentation du plafond des ressources propres expirera lorsque tous les fonds auront été remboursés et que tous les engagements auront cessé d'exister.

La marge de manœuvre budgétaire de l'UE constitue donc une garantie que l'UE sera en mesure d'effectuer des remboursements en toutes circonstances.

[...]

Obligations vertes NextGenerationEU

La Commission finance jusqu'à 30 % de NextGenerationEU en émettant des obligations vertes NextGenerationEU. Cela devrait faire de la Commission le plus grand émetteur d'obligations vertes au monde.

[...]

Données relatives aux émissions et aux transactions

Des données sur les émissions à venir de l'UE sont disponibles dans le dernier plan de financement de l'UE.

[...]

*Article premier***Objet et champ d'application**

1. Afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19, le présent règlement institue l'instrument de l'Union européenne pour la relance (ci-après dénommé «instrument»).
2. Le soutien accordé au titre de l'instrument finance notamment les mesures énumérées ci-dessous, afin de faire face aux conséquences économiques négatives de la crise liée à la COVID-19 ou aux besoins immédiats de financement visant à éviter une résurgence de cette crise:
 - a) des mesures visant à rétablir l'emploi et à créer des emplois;
 - b) des mesures prenant la forme de réformes et d'investissements visant à redynamiser le potentiel de croissance durable et de création d'emplois afin de renforcer la cohésion entre les États membres et à accroître leur résilience;
 - c) des mesures en faveur des entreprises touchées par l'impact économique de la crise liée à la COVID-19, en particulier des mesures qui profitent aux petites et moyennes entreprises, ainsi qu'un soutien à l'investissement dans des activités qui sont essentielles pour renforcer la croissance durable dans l'Union, y compris par l'intermédiaire d'investissements financiers directs dans des entreprises;
 - d) des mesures en faveur de la recherche et de l'innovation en réaction à la crise liée à la COVID-19;
 - e) des mesures visant à améliorer le degré de préparation de l'Union face aux crises et à permettre une réaction rapide et efficace de l'Union en cas d'urgences majeures, y compris des mesures telles que la constitution de stocks de fournitures et de matériel médical essentiels et l'acquisition des infrastructures nécessaires pour une réaction rapide en cas de crise;
 - f) des mesures visant à garantir qu'une transition juste vers une économie neutre pour le climat ne sera pas compromise par la crise liée à la COVID-19;
 - g) des mesures ayant pour objet de faire face aux répercussions de la crise liée à la COVID-19 sur l'agriculture et le développement rural.
3. Les mesures visées au paragraphe 2 sont menées dans le cadre de programmes spécifiques de l'Union et conformément aux actes applicables de l'Union fixant les règles relatives à ces programmes, tout en respectant pleinement les objectifs de l'instrument. Ces mesures comprennent une assistance technique et administrative en vue de leur mise en œuvre.

*Article 2***Financement de l'instrument et allocation des fonds**

1. L'instrument est financé à concurrence d'un montant de 750 000 000 000 EUR aux prix de 2018 sur la base de l'habilitation prévue par l'article 5 de la décision relative aux ressources propres.

Aux fins de la mise en œuvre dans le cadre des programmes spécifiques de l'Union, le montant mentionné au premier alinéa est ajusté sur la base d'un déflateur fixe de 2 % par an. Pour les crédits d'engagement, ledit déflateur s'applique aux tranches annuelles.

(¹) JO L 29 du 31.1.2020, p. 7.

2. Le montant visé au paragraphe 1 est alloué comme suit:
- a) un soutien d'un montant maximal de 384 400 000 000 EUR aux prix de 2018, sous la forme d'un soutien non remboursable et d'un soutien remboursable au moyen d'instruments financiers, qui est réparti comme suit:
 - i) jusqu'à 47 500 000 000 EUR aux prix de 2018 pour les programmes structurels et de cohésion du cadre financier pluriannuel 2014-2020, tels que renforcés jusqu'en 2022, y compris un soutien apporté au moyen d'instruments financiers;
 - ii) jusqu'à 312 500 000 000 EUR aux prix de 2018 pour un programme finançant la reprise et la résilience économique et sociale au moyen d'un soutien aux réformes et aux investissements;
 - iii) jusqu'à 1 900 000 000 EUR aux prix de 2018 pour des programmes en matière de protection civile;
 - iv) jusqu'à 5 000 000 000 EUR aux prix de 2018 pour des programmes liés à la recherche et à l'innovation, y compris un soutien apporté au moyen d'instruments financiers;
 - v) jusqu'à 10 000 000 000 EUR aux prix de 2018 pour des programmes de soutien aux territoires dans leur transition vers une économie neutre pour le climat;
 - vi) jusqu'à 7 500 000 000 EUR aux prix de 2018 pour le développement dans les zones rurales;
 - b) jusqu'à 360 000 000 000 EUR aux prix de 2018 dans des prêts aux États membres pour un programme finançant la relance et la résilience économique et sociale au moyen d'un soutien aux réformes et aux investissements;
 - c) jusqu'à 5 600 000 000 EUR aux prix de 2018 destinés au provisionnement de garanties budgétaires et de dépenses connexes pour des programmes visant à fournir un soutien à des opérations d'investissement dans le domaine des politiques internes de l'Union.

Article 3

Règles d'exécution budgétaire

1. Aux fins de l'article 21, paragraphe 5, du règlement financier, un montant de 384 400 000 000 EUR aux prix de 2018 sur le montant visé à l'article 2, paragraphe 1, du présent règlement constitue des recettes affectées externes des programmes de l'Union visés à l'article 2, paragraphe 2, point a), du présent règlement, et un montant de 5 600 000 000 EUR aux prix de 2018 sur ledit montant constitue des recettes affectées externes des programmes de l'Union visés à l'article 2, paragraphe 2, point c), du présent règlement.
2. Un montant de 360 000 000 000 EUR aux prix de 2018 sur le montant visé à l'article 2, paragraphe 1, est utilisé pour des prêts accordés aux États membres au titre des programmes de l'Union visés à l'article 2, paragraphe 2, point b).
3. Les crédits d'engagement couvrant le soutien aux programmes de l'Union visés à l'article 2, paragraphe 2, points a) et c), sont ouverts automatiquement à concurrence des montants respectifs qui sont visés auxdits points, à compter de la date d'entrée en vigueur de la décision relative aux ressources propres qui prévoit l'habilitation visée à l'article 2, paragraphe 1, du présent règlement.
4. Les engagements juridiques donnant lieu à des dépenses pour les soutiens visés à l'article 2, paragraphe 2, point a), et, le cas échéant, à l'article 2, paragraphe 2, point c), sont contractés par la Commission ou par ses agences exécutives le 31 décembre 2023 au plus tard. Les engagements juridiques correspondant à 60 % au moins du montant visé à l'article 2, paragraphe 2, point a), sont contractés le 31 décembre 2022 au plus tard.
5. Les décisions relatives à l'octroi des prêts visés à l'article 2, paragraphe 2, point b), sont adoptées le 31 décembre 2023 au plus tard.
6. Les garanties budgétaires de l'Union à concurrence d'un montant qui, conformément au taux de provisionnement applicable prévu dans les actes de base respectifs, correspond au provisionnement des garanties budgétaires visé à l'article 2, paragraphe 2, point c), en fonction des profils de risque des opérations de financement et d'investissement bénéficiant d'un soutien, ne sont accordées que pour le soutien aux opérations approuvées par les contreparties le 31 décembre 2023 au plus tard. Les accords de garantie financière respectifs contiennent des dispositions exigeant que les opérations financières correspondant à 60 % au moins du montant desdites garanties budgétaires soient approuvées par les contreparties le 31 décembre 2022 au plus tard. Lorsque le provisionnement des garanties budgétaires est utilisé pour des soutiens non remboursables liés aux opérations de financement et d'investissement visées à l'article 2, paragraphe 2, point c), les engagements juridiques correspondants sont contractés par la Commission le 31 décembre 2023 au plus tard.
7. Les paragraphes 4 à 6 du présent article ne sont pas applicables à l'assistance technique et administrative visée à l'article 1^{er}, paragraphe 3.

8. Les coûts liés à l'assistance technique et administrative apportée à la mise en œuvre de l'instrument, sous la forme notamment d'activités de préparation, de suivi, de contrôle, d'audit et d'évaluation, y compris les systèmes internes de technologies de l'information, aux fins du présent règlement, sont financés par le budget de l'Union.

9. Les paiements liés aux engagements juridiques pris, aux décisions adoptées et aux provisions liées à des opérations financières approuvées conformément aux paragraphes 4 à 6 du présent article sont effectués le 31 décembre 2026 au plus tard, à l'exception de l'assistance technique et administrative visée à l'article 1^{er}, paragraphe 3, et des cas dans lesquels, exceptionnellement, bien que l'engagement juridique ait été pris, que la décision ait été adoptée ou que l'opération ait été approuvée, selon des modalités conformes au délai applicable en vertu du présent paragraphe, des paiements doivent être effectués après 2026 afin que l'Union puisse honorer ses obligations à l'égard de tiers, notamment à la suite d'un jugement définitif rendu contre l'Union.

Article 4

Rapport

Le 31 octobre 2022 au plus tard, la Commission présente au Conseil un rapport sur l'état d'avancement de la mise en œuvre de l'instrument et de l'utilisation des fonds alloués en application de l'article 2, paragraphe 2.

Article 5

Applicabilité

1. Le présent règlement n'est pas applicable au Royaume-Uni ni sur le territoire de celui-ci.
2. Les références faites aux «États membres» dans le présent règlement ne doivent pas être comprises comme incluant le Royaume-Uni.

Article 6

Entrée en vigueur

Le présent règlement entre en vigueur le jour suivant celui de sa publication au *Journal officiel de l'Union européenne*.

Le présent règlement est obligatoire dans tous ses éléments et directement applicable dans tout État membre.

Fait à Bruxelles, le 14 décembre 2020.

Par le Conseil
Le président
M. ROTH

« Une estimation du coût à long terme des emprunts de l'Union européenne », Grégory Claeys, Conor McCaffrey et Lennard Welslau, Bruegel, Briefing pour le Parlement européen PE 754.286, octobre 2023, www.europarl.europa.eu, Traduction proposée par le jury

Résumé

Les coûts liés au paiement des intérêts et du principal de la dette de l'Union européenne, émise pour financer la part subventions du programme de relance post-pandémie, doivent être pris en charge par le budget de l'UE. Il est donc essentiel pour l'UE de comprendre comment ces coûts pourraient évoluer jusqu'en 2058, date à laquelle la dette devrait être entièrement remboursée. Selon nos estimations médianes, les intérêts annuels supportés par le budget de l'UE pourraient augmenter rapidement au cours des prochaines années pour atteindre 10,8 milliards d'euros (soit 0,05 % du PIB de l'UE) en 2030, avant de diminuer progressivement jusqu'en 2058. Au total, les coûts sur toute la durée d'emprunt du programme NGEU pourraient s'élever à environ 222 milliards d'euros, soit 0,6 % du PIB annuel moyen de l'UE sur toute la période, un montant qui pourrait être réduit de 25 milliards d'euros si l'écart entre les taux européens et allemands (Bund) revenait à son niveau de début 2022. En tenant également compte du remboursement de la dette, les besoins financiers annuels totaux pourraient atteindre 25 milliards d'euros en 2030, avant de diminuer progressivement vers 14 milliards d'euros par an d'ici la fin du programme. Le paquet de « ressources propres » proposé par la Commission européenne en juin 2023 pourrait ainsi suffire à couvrir ces coûts, sous deux conditions majeures : que ses estimations soient exactes et qu'il soit accepté par les États membres de l'UE dans sa forme actuelle. Cependant, notre analyse souligne également l'incertitude très importante entourant les taux d'intérêt pendant les trois décennies et demie à venir du programme.

Introduction

La politique économique de l'Union européenne (UE) de réponse à la crise du covid-19 a entraîné un changement radical dans l'ampleur et la nature des emprunts de l'Union. Compte tenu de l'importance nouvelle des taux d'emprunt de l'UE pour son budget, dans Claeys et al. (« The rising cost of European Union borrowing and what to do about it¹ », mai 2023), nous avons examiné les principaux facteurs ayant influencé leur évolution depuis le lancement du programme d'emprunt mis en place en 2021 pour financer NextGenerationEU (NGEU). Nous avons également discuté de l'évolution possible de ces taux d'intérêt à l'avenir et estimé ce que pourraient représenter les coûts d'intérêt pris en charge directement par le budget de l'UE jusqu'à la fin du cadre financier pluriannuel (CFP) 2021-2027. Enfin, nous avons formulé des recommandations pour réduire le coût des emprunts de l'UE pour les contribuables européens.

Ce briefing de suivi, rédigé pour la commission [des budgets] du Parlement européen, fournit une mise à jour sur la situation concernant les taux d'intérêt de l'UE et les décaissements liés à NGEU. Il examine

¹ Traduction proposée par le jury : Le coût croissant de la dette de l'Union européenne et comment y faire face

également des questions supplémentaires soulevées par les députés européens après notre précédent briefing de contexte.

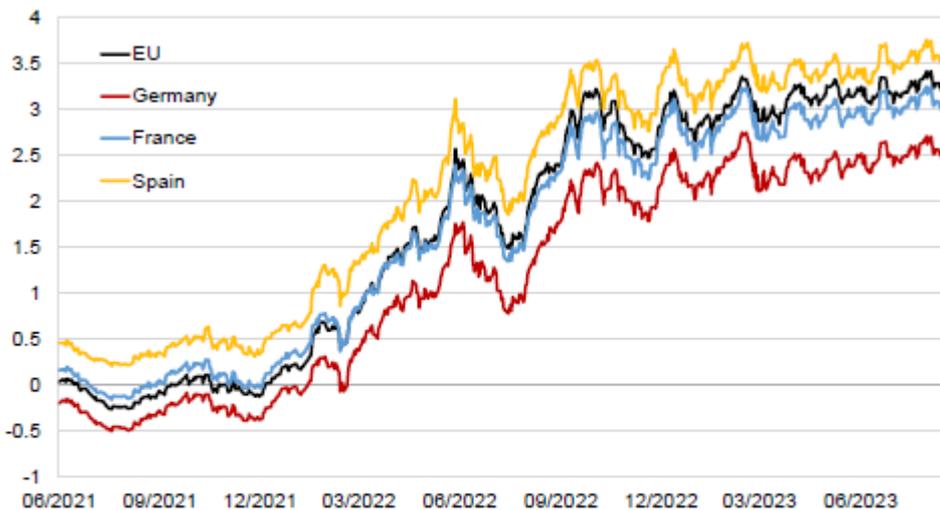
Nous abordons plusieurs questions clés. Premièrement, comment les coûts d'emprunt de l'UE pourraient-ils évoluer jusqu'à la fin prévue du programme d'emprunt et jusqu'au remboursement complet de la dette NGEU en 2058 ? Deuxièmement, quels fonds seront nécessaires pendant la période 2028-2058 pour couvrir à la fois les intérêts et les remboursements du principal de la dette de l'UE liée à la part de subventions du NGEU ? Troisièmement, les recettes attendues du « paquet de ressources propres » proposé par la Commission européenne en juin 2023 seront-elles suffisantes pour rembourser les intérêts et le principal du NGEU ? Quatrièmement, dans quelle mesure les coûts de la dette de l'UE pourraient-ils être réduits si les écarts entre les taux européens et allemands revenaient aux niveaux observés avant leur divergence au début de l'année 2022 ? Enfin, nous examinons si des mesures autres que celles précédemment recommandées devraient être mises en œuvre pour réduire les coûts d'intérêts.

Actualisation depuis notre précédent briefing

Évolution des conditions de financement de l'UE et des principaux émetteurs depuis mai 2023

Depuis mai 2023, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux directeurs à trois reprises – en juin, août et septembre. En conséquence, les coûts d'emprunt de l'UE et d'autres grands émetteurs européens ont continué d'augmenter, bien que plus lentement qu'au cours des fortes hausses enregistrées au premier semestre 2022 (voir graphique 1).

Graphique 1 : taux de rendement des obligations à 10 ans de l'UE et d'autres émetteurs (en %)



Source: Bruegel based on Bloomberg

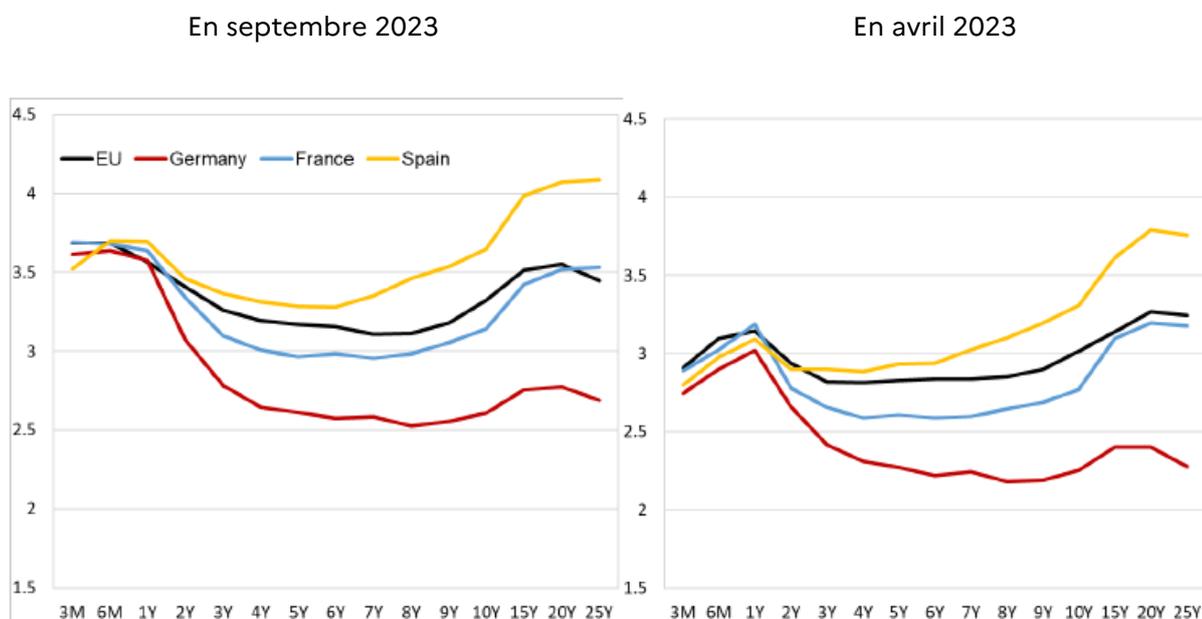
La performance des obligations de l'UE par rapport à celles des principaux émetteurs souverains européens est restée globalement inchangée ces derniers mois. Bien que les rendements aient augmenté pour toutes les maturités et tous les émetteurs européens, les obligations de l'UE ont continué à se situer entre les rendements français et espagnols, tout en restant bien au-dessus des rendements allemands. Le *spread* – c'est-à-dire la différence entre les rendements de deux émetteurs – entre les obligations de l'UE et le Bund allemand est resté élevé, bien au-delà des niveaux de 2021 et début 2022, tout en suivant largement le *spread* swap-Bund. Cela suggère que les principaux déterminants de cet écart restent inchangés.

Mise à jour des plans d'emprunt de l'UE depuis mai 2023

Dans son plan de financement pour le second semestre 2023, la Commission européenne a annoncé son intention d'émettre pour 40 milliards d'euros d'obligations dans le cadre de sa stratégie de financement unifiée. Les fonds récoltés seront utilisés pour financer à la fois les décaissements liés à NGEU et les prêts concessionnels accordés à l'Ukraine dans le cadre du MFA+ (Assistance Macro- Financière). Ce montant ne représente que la moitié des 78 milliards d'euros émis au premier semestre 2023, marquant une réduction substantielle des émissions prévues par la Commission pour l'année, qui avait initialement fixé un objectif "jusqu'à 170 milliards d'euros" pour 2023. Cette réduction s'explique principalement par les retards significatifs des pays de l'UE dans leurs demandes de décaissements lorsqu'ils ont révisé leurs Plans de relance et de résilience (PRR).

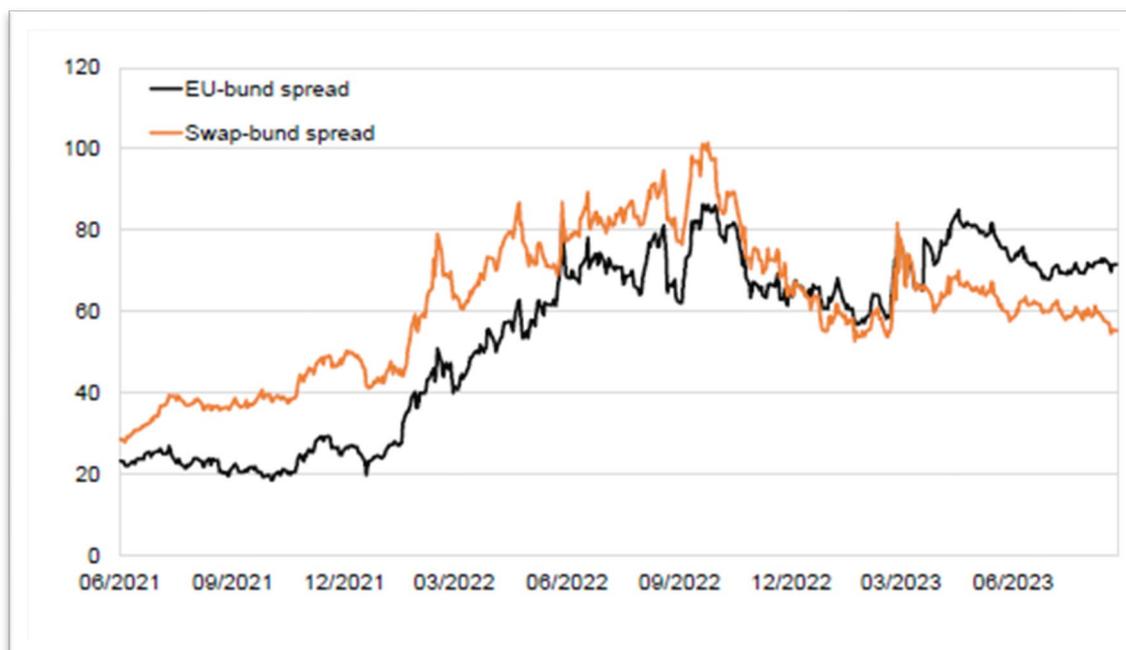
Les investisseurs auraient pu percevoir ce volume d'emprunt inférieur aux prévisions comme une preuve de la faible fiabilité de l'UE en tant qu'émetteur de grande envergure, mais cela ne s'est pas reflété dans le rendement des obligations européennes par rapport à celles d'autres émetteurs. Les *spreads* par rapport au Bund sont restés largement inchangés après cette annonce (voir graphique 3).

Graphique 2 : courbe des taux de l'UE et d'autres émetteurs (en %)



Source: Bruegel based on Bloomberg. Notes: The September and April values are for 08/09/2023 and 11/04/2023 respectively.

Graphique 3 : évolution des spreads entre les swaps, les obligations de l'UE et les Bunds (titres à 10 ans, en points de base)



Source : Bruegel based on Bloomberg

En septembre 2023, la Commission européenne a également publié la décomposition finale des demandes de prêts par pays au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR). Les pays pouvaient demander jusqu'à 6,8 % de leur revenu national brut (RNB) en prêts, avant le 31 août 2023. Seuls sept pays ont initialement demandé des prêts dans leurs Plans nationaux de relance et de résilience (PNRR), pour un montant total de 165,4 milliards d'euros. Cependant, après les révisions de leurs PNRR (qui doivent encore être approuvées par le Conseil au moment de la rédaction), le nombre de pays demandant désormais des prêts par le biais du mécanisme commun d'emprunt de l'UE est passé à 13, pour un montant total actualisé de 292,6 milliards d'euros.

Le coût du financement de ces emprunts sera supporté directement par leurs bénéficiaires et ne sera donc pas pris en charge par le budget de l'UE. Toutefois, sous réserve de l'approbation du Conseil, ces demandes d'emprunt supplémentaires augmenteront le volume global des émissions obligataires de l'UE jusqu'en 2026, ce qui pourrait avoir un impact ambigu sur les coûts d'emprunt de l'UE : cette augmentation de l'offre obligataire pourrait exercer une pression haussière sur les rendements si la demande ne suit pas, mais elle devrait également accroître leur liquidité et renforcer la position de la Commission européenne en tant qu'émetteur de grande envergure sur les marchés financiers, ce qui pourrait, à terme, réduire le *spread* par rapport à l'Allemagne.

Perspectives à long terme : les coûts d'emprunt de l'UE jusqu'en 2058

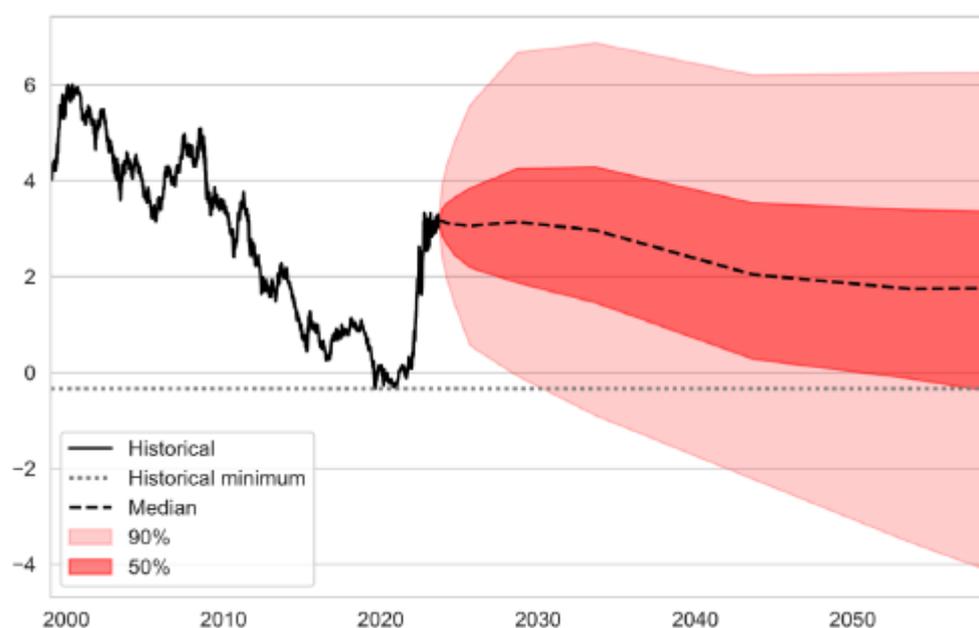
Comment les coûts des taux d'intérêt de la dette de l'UE émise pour financer des subventions évolueront-ils jusqu'en 2058 ?

Comme discuté en détail dans Claeys et al. (2023), dans le cadre du programme NGEU, l'Union européenne prévoit d'emprunter environ 421 milliards d'euros (en prix courants) avant la fin de 2026 pour financer un « soutien non remboursable » aux pays de l'UE. Cela comprend des subventions de la Facilité de relance et de résilience (FRR) et un financement complémentaire pour les programmes de l'UE. Comme les dépenses liées au paiement des intérêts et du principal de cette dette doivent être couvertes par le budget de l'UE, il est crucial pour les institutions européennes de comprendre comment ces coûts pourraient évoluer pendant le CFP actuel (2021-2027), mais également jusqu'en 2058, date à laquelle la dette devra être intégralement remboursée.

Ces coûts dépendront principalement de la trajectoire future des taux d'intérêt payés par l'UE sur sa dette jusqu'en 2058. Bien qu'il soit très difficile de prévoir les taux d'intérêt sur un horizon aussi long, il est possible de s'appuyer sur les anticipations de marché pour établir des scénarios. Actuellement, l'anticipation médiane parmi les acteurs de marché suggère que les taux resteront relativement stables jusqu'à la fin de la décennie, avant de diminuer lentement pour se stabiliser en dessous de 2 % à long terme. En effet, les investisseurs anticipent une baisse du taux swap en euros à 10 ans, qui suit de près les taux de l'UE (avec un faible écart, généralement autour de 10 points de base sur les taux à 10 ans), atteignant environ 1,8 % d'ici 2058 (comme illustré dans le graphique 4).

Pour mesurer l'incertitude entourant cette projection de base, il est possible de déduire du prix des options sur swaps des fourchettes de probabilités. Cette méthode montre qu'il existe une incertitude considérable quant à l'évolution future des taux nominaux en Europe. Plus précisément, il y a une probabilité de 50 % que les taux se situent dans une fourchette comprise entre -0,4 % et 3,4 % en 2058, tandis que l'intervalle de probabilité à 90 % s'étend de -4,1 % à 6,2 % (voir graphique 4).

Graphique 4 : taux du swap à 10 ans, taux anticipé du swap à 10 ans et intervalles de confiance tirés des options



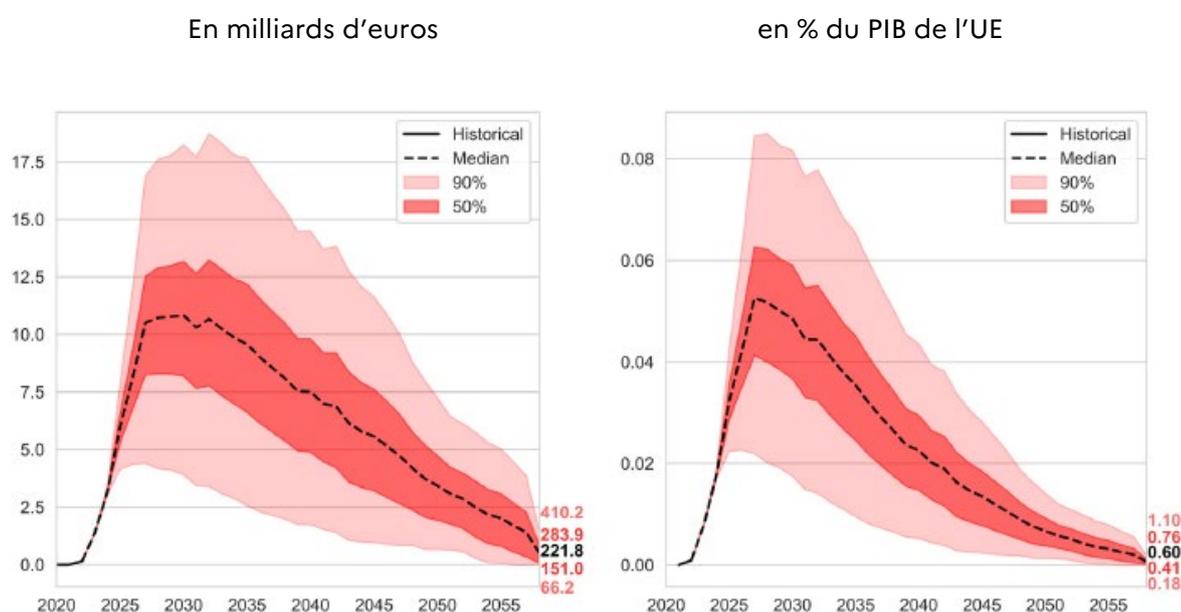
Source : Bruegel. Note : le graphique présente les valeurs historiques et possibles à l'avenir du taux du swap à 10 ans. Le taux du swap à 10 ans reflète les anticipations de marché sur le taux de court terme moyen pour les dix prochaines années et peut donc être interprété comme un bon proxy pour le taux de l'UE à 10 ans. Les zones rouge foncé et rouge clair correspondent aux intervalles de confiance de 50 % et de 90 %, respectivement.

Quelles sont les implications de ces scénarios pour les dépenses réelles d'intérêts supportées par l'UE ? Pour prévoir les dépenses annuelles d'intérêts qui seront prises en charge par le budget de l'UE, nous combinons les anticipations de marché concernant les taux d'intérêt futurs et leur volatilité avec des informations sur le stock de dette de l'UE, les projections des besoins de financement futurs, la répartition actuelle des maturités de dette et les écarts entre les taux swap et les rendements des obligations de l'UE. Cependant, comme nous pensons que la probabilité de taux négatifs extrêmes (anticipée par le marché et résultant des hypothèses méthodologiques du modèle) est exagérée, nous ajustons les scénarios de taux d'intérêt du marché présentés dans le graphique 4 en supposant que les taux d'intérêt européens futurs ne peuvent pas descendre en dessous de leur minimum historique, c'est-à-dire que les taux swap à 10 ans ne tomberont pas sous -0,33 %, le niveau atteint en 2020 (ligne grise en pointillés sur le graphique 4).

Nos résultats, présentés dans le graphique 5, montrent que les coûts annuels d'intérêts devraient augmenter au cours des prochaines années pour atteindre 10,8 milliards d'euros en 2030 dans le scénario de référence (soit 0,05 % du PIB de l'UE), avant de diminuer progressivement jusqu'en 2058. En tout, les coûts totaux d'intérêts sur toute la durée du programme d'emprunt de NGEU s'élèveraient à environ 222 milliards d'euros (soit 0,6 % du PIB annuel moyen de l'UE sur l'ensemble du programme ; voir les chiffres en gras du graphique 5).

Cependant, en raison de l'incertitude significative associée aux taux d'intérêt futurs, comme indiqué par les larges intervalles de confiance dans le graphique 4, les dépenses d'intérêts pourraient substantiellement varier autour de cette estimation de référence. Par exemple, avec une probabilité de 50 %, les coûts d'intérêts devraient se situer entre 8,2 et 13,2 milliards d'euros en 2030, tandis que l'intervalle de probabilité à 90 % s'étend de 3,9 milliards d'euros à 18,2 milliards d'euros, comme illustré dans le graphique 5.

Graphique 5 : coût d'intérêts estimé, annuel (courbes) et total (chiffres), supporté par l'UE



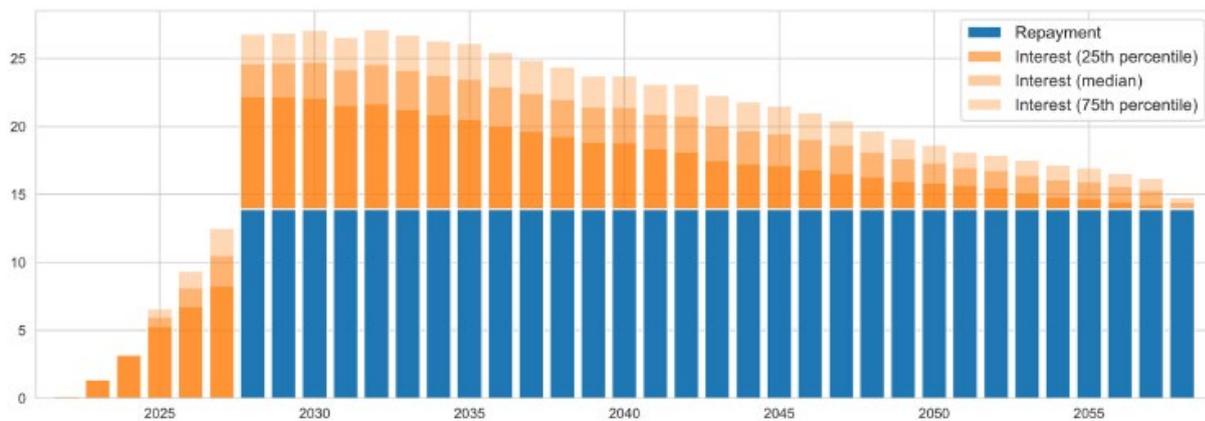
Source : Bruegel.

Quels montants seront nécessaires de 2028 à 2058 pour couvrir à la fois les intérêts et les remboursements du principal de la dette de l'UE liée à la part subventions de NGEU ?

À partir de 2028, en plus des coûts d'intérêts, le budget de l'UE devra également prévoir de rembourser la dette de l'UE jusqu'à son extinction en 2058. Cependant, la dette émise entre 2021 et 2026 ne devra pas nécessairement être remboursée immédiatement à son échéance, car la législation permet un certain renouvellement de la dette de l'UE après 2027, afin de permettre une diminution progressive de la dette totale contractée pour le programme de relance de l'UE. Dans nos simulations, à partir de 2028, nous supposons donc un renouvellement partiel de la dette afin d'assurer une diminution linéaire du stock total de dette jusqu'en 2058. En conséquence, nous estimons que les remboursements annuels du principal s'élèveront à environ 13,9 milliards d'euros par an de 2028 à 2058. Cela implique qu'à partir de 2028, le budget de l'UE devra allouer une somme significativement plus importante pour faire face à ses obligations liées à la dette. En se concentrant sur les scénarios avec une probabilité de 50 %, les besoins financiers annuels totaux pourraient atteindre entre 22 et 27 milliards d'euros en 2030 avant de diminuer progressivement pour atteindre 13,9 milliards d'euros à la fin du programme (voir graphique 6). Au total, cela signifie que le budget de l'UE devrait probablement affecter entre environ 582 milliards et 715 milliards d'euros sur l'ensemble de la période

au paiement des intérêts et au remboursement de la dette liée aux subventions de NGEU en faveur des pays de l'UE.

Graphique 6 : remboursements du principal annuels anticipés et charges d'intérêts supportées par l'UE (en milliards d'euros)



Source : Bruegel.

Le paquet de ressources propres proposé par la Commission en juin 2023 sera-t-il suffisant pour couvrir les remboursements et les intérêts de NGEU ?

Dans sa proposition de juin 2023 pour un nouveau paquet de ressources propres, la Commission européenne a estimé que, dans l'ensemble, le paquet proposé permettrait de lever en moyenne 36,5 milliards d'euros (en prix de 2018) pour le budget de l'UE chaque année entre 2028 et 2030 : 19 milliards d'euros proviendraient du système d'échange de quotas d'émission (SEQE), 1,5 milliard d'euros du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF), et 16 milliards d'euros d'une nouvelle ressource propre temporaire basée sur des statistiques sur les bénéfices des entreprises (à remplacer si une proposition distincte sur une base d'imposition agrégée pour les grandes entreprises, BEFIT, est adoptée). En prenant en compte l'inflation, cela signifie qu'en prix courants, ce nouveau paquet devrait dégager environ 50 milliards d'euros par an entre 2028 et 2030 pour le budget de l'UE. En raison de la rareté des prévisions concernant les prix du carbone, les émissions de carbone, la couverture du SEQE et du MACF, ainsi que du manque de détails sur les recettes futures qui pourraient être tirées de la taxation des bénéfices des entreprises et qui reviendraient au budget de l'UE, estimer les recettes après 2030 constitue un défi qui dépasse le cadre de ce document.

Toutefois, sur la base des résultats présentés dans la sous-section précédente, et même si la logique de l'introduction de nouvelles ressources propres ne vise pas uniquement à financer la dette contractée pour NGEU, 50 milliards d'euros par an devraient, en théorie, suffire pour couvrir les coûts associés à l'emprunt conjoint pour NGEU (puisque notre analyse suggère que ces coûts pourraient atteindre un maximum de 27 milliards d'euros en 2030 dans le scénario du 75e centile, ou 32 milliards d'euros dans le scénario du 95e centile). Mais cela suppose que les estimations faites par la Commission européenne soient réalistes et que le paquet soit approuvé dans sa forme actuelle. Ce sont des hypothèses fortes, car le paquet est loin d'être approuvé par les pays de l'UE et a été accueilli avec un fort scepticisme par certains gouvernements (notamment en ce qui concerne la ressource propre basée sur des statistiques des bénéfices des entreprises). De plus, une partie des recettes du SEQE devrait être affectée au financement du Fonds social pour le climat et du Fonds pour l'innovation, ce qui réduirait considérablement le montant pouvant être utilisé pour rembourser la dette NGEU. Étant donné que les coûts associés à l'emprunt européen atteindront un pic dès 2028-2030, il est crucial qu'un paquet de ressources propres suffisant soit en place à ce moment-là si les pays ne veulent pas réduire d'autres dépenses du budget de l'UE ou augmenter leurs contributions nationales pour financer les dépenses liées à la dette européenne.

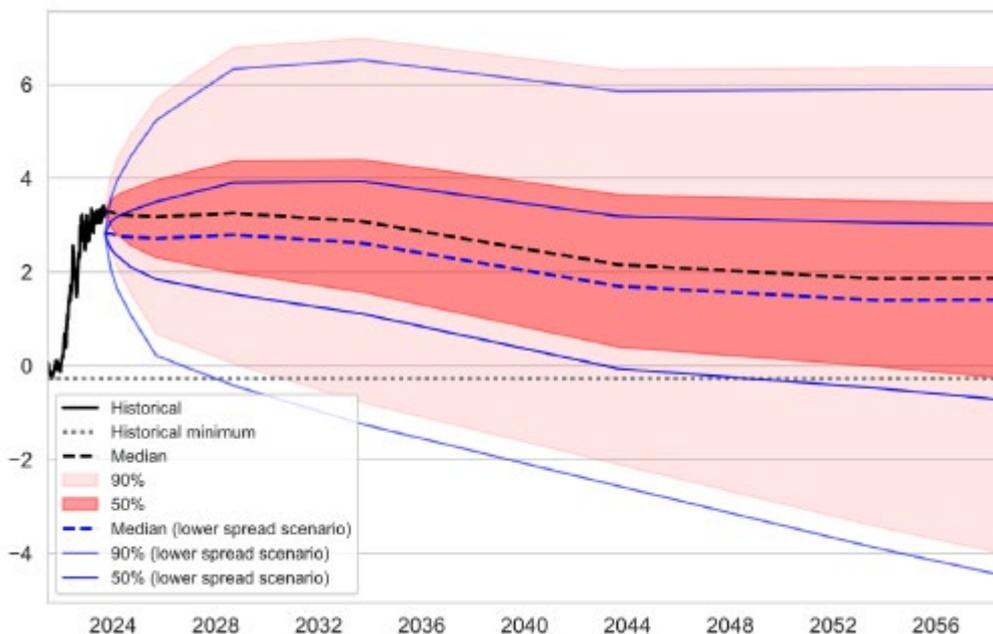
De combien les coûts de la dette NGEU seraient-ils réduits si les spreads revenaient à leur niveau d'avant 2022 ?

Comme discuté dans Claeys et al. (2023), en 2022, l'Union européenne a été confrontée à un élargissement du spread entre ses taux et ceux des principaux émetteurs européens, comme la France et l'Allemagne. Cet élargissement a été causé par une combinaison de caractéristiques des marchés, de facteurs circonstanciels et d'éléments institutionnels.

La Commission européenne devrait s'efforcer de réduire ces écarts en développant davantage les infrastructures de marché pertinentes et en améliorant sa stratégie d'émission. Cependant, des avancées institutionnelles, notamment des progrès dans la mise en place de nouvelles ressources propres véritables et une présence substantielle et durable sur le marché obligataire, seront également nécessaires pour tirer pleinement parti des avantages liés aux emprunts de l'UE.

Mais quelles sommes pourraient être économisées si les écarts revenaient à leur niveau d'avant la divergence ? Le graphique 7 présente deux scénarios différents pour les rendements de l'UE : le scénario de référence, basé sur les écarts plus élevés observés en septembre 2023 (noir/rouge), et un scénario avec des écarts plus faibles, basé sur ceux observés en janvier 2022 (bleu).

Graphique 7 : scénarios de taux de l'UE, spreads actuels et spreads faibles par rapport au Bund (en %)



Source : Bruegel. Note : les zones rouge foncé et rouge clair correspondent aux intervalles de confiance de 50 % et 90 % respectivement, sur la base des probabilités tirées du prix des options et des spreads observés en septembre 2023. Les lignes bleues sont tirées des spreads de janvier 2022.

Comparer ces deux scénarios de taux d'intérêt nous permet d'estimer les économies potentielles réalisées en réduisant les écarts à leur niveau précédent. Le montant des économies potentielles est significatif. Par exemple, dans le scénario médian, les coûts totaux des intérêts passeraient de 221,8 milliards d'euros à 197,2 milliards d'euros, soit une réduction d'environ 25 milliards d'euros, ou 10 %.

Conclusions et recommandations supplémentaires

Les coûts associés à la dette contractée par l'UE et supportés par le budget de l'UE à long terme ne sont pas négligeables. Nos estimations suggèrent qu'avec une probabilité de 90 %, ces coûts se situeront entre 0,2 % et 1,1 % du PIB annuel moyen de l'UE pendant la durée du programme. Compte tenu de l'importance des ressources en jeu, il est crucial de minimiser ces coûts. Pour ce faire, comme nous l'avons déjà préconisé dans Claeys et al. (2023), nous estimons que la Commission européenne devrait continuer à améliorer sa stratégie d'émission et à développer les infrastructures de marché pour les obligations de l'UE, afin d'augmenter leur attractivité pour les investisseurs. Nous continuons également de penser que ces évolutions des caractéristiques de marché devront s'accompagner d'un développement institutionnel. Pour être considérée comme un émetteur souverain et bénéficiaire du statut d'actif sûr propre à un souverain très bien noté, l'UE devra probablement acquérir certaines caractéristiques souveraines.

Heureusement, l'une des recommandations de notre précédent briefing (également recommandée par le Parlement européen) a déjà été reprise par la Commission européenne dans sa proposition de révision du CFP. Compte tenu des coûts plus élevés que prévu initialement, et pour s'assurer que ceux-ci ne mettent pas une pression excessive sur les programmes importants de l'UE, nous avons recommandé que l'UE réexamine la manière dont les coûts d'intérêts sont pris en compte dans le budget de l'UE et dans le CFP, et qu'elle exclue la ligne budgétaire des paiements d'intérêts du poste 2b, en la comptabilisant au-dessus des plafonds de dépenses du CFP. La Commission a proposé exactement cela en juin, en défendant qu'« un nouvel instrument thématique spécial (l'Instrument EURI) devrait être établi, au-delà des plafonds du CFP, jusqu'à la fin du CFP, dans le seul but de couvrir les coûts de financement de NextGenerationEU dépassant les montants initialement prévus en 2020 sous le plafond des dépenses du poste 2b ». Les États membres et le Parlement européen devraient adopter cette proposition.

En plus des recommandations présentées dans le précédent briefing, quelles autres mesures et opérations de marché (telles que les rachats de dette, l'émission d'obligations à coupon zéro, d'obligations indexées sur l'inflation, etc.) pourraient être mises en œuvre pour réduire et optimiser les coûts d'intérêts de l'UE ?

Ces mesures spécifiques n'auront probablement pas un impact significatif sur les coûts d'emprunt à court terme, à moins qu'elles ne convainquent les participants de marché de considérer l'UE comme un émetteur souverain plutôt qu'un émetteur SSA (supranationaux, sous-souverains et agences). Cependant, dans une enquête menée en 2022 sur les facteurs susceptibles de pousser les investisseurs à considérer l'UE davantage comme un émetteur souverain qu'un SSA, les répondants ont mis beaucoup plus l'accent sur des éléments tels que l'éligibilité des obligations à des indices souverains (plus de 50 % des répondants), des marchés « repo »² fonctionnels (46 %) et une stratégie de financement unifiée (41 %), que sur la fourniture active de liquidités par l'UE via la rétention et le rachat d'obligations (19 %) (Eichert et al., 2022). Les répondants n'ont pas été interrogés spécifiquement sur les obligations à coupon zéro ou indexées sur l'inflation. Cependant, certains de

² Traduction proposée par le jury : Repurchase agreements : contrats de pension livrée

ces instruments pourraient tout de même jouer un rôle dans la stratégie de financement de la Commission à l'avenir. Par exemple, les rachats de dette sont fréquemment utilisés par les bureaux de gestion de la dette nationale pour lisser leurs besoins de remboursement au fil du temps, l'Agence France Trésor ayant racheté en moyenne 30 milliards d'euros d'obligations chaque année entre 2012 et 2021 (Copin et Dalbard, 2022). Étant donné que les remboursements de l'UE débuteront en 2028, dans un cadre qui doit être compatible avec « une réduction régulière et prévisible des engagements pendant toute la période » (UE, 2020), la possibilité de lisser davantage les volumes de remboursement grâce aux rachats pourrait être un outil utile pour la Commission.

De même, l'introduction de différents types d'obligations, telles que des obligations indexées sur l'inflation ou des obligations à coupon zéro, pourrait, à long terme, aider à séduire un éventail plus large d'investisseurs. Par exemple, à la fin de 2022, les obligations indexées sur l'inflation représentaient une part non négligeable des encours des grands émetteurs souverains, notamment l'Allemagne (4,4 %), la France (10 %), l'Italie (10,2 %) et l'Espagne (5,3 %) (Tesoro Público³, 2022). Cependant, malgré les coûts imprévus de ces obligations indexées sur l'inflation pendant l'épisode récent d'inflation pour les pays qui les ont émises, étant donné que la liquidité des obligations de l'UE est déjà inférieure à celle des souverains comparables, l'UE devrait, selon nous, continuer à privilégier l'augmentation de sa présence sur l'ensemble de la courbe des rendements des obligations classiques avant de penser à émettre de nouveaux types d'obligations qui, en l'absence d'émissions à grande échelle, risqueraient également de souffrir de problèmes de liquidité.

En résumé, de nouvelles mesures, au-delà de celles discutées dans notre briefing de mai 2023 (Claeys et al., 2023), pourraient à l'avenir contribuer au bon fonctionnement des opérations d'emprunt de l'UE et aider à optimiser les coûts d'emprunt de l'UE. Cependant, nous pensons qu'à ce stade, et avant de réfléchir à de nouvelles initiatives de marché, la Commission devrait donner la priorité à l'établissement d'une facilité de pension livrée (*repo facility*), améliorer le traitement des obligations de l'UE en tant que collatéraux par les chambres de compensation et, surtout, promouvoir l'inclusion des obligations de l'UE dans les indices souverains.

³ Traduction proposée par le jury : Tesoro Público : trésor public

« The rising cost of European Union borrowing and what to do about it¹ », Grégory Claeys, Conor McCaffrey et Lennard Welslau Policy Brief n° 12/23, mai 2023, www.europarl.europa.eu (extraits), Traduction proposée par le jury

[...]

3. Explications potentielles de l'élargissement des spreads en 2022

Quels facteurs expliquent l'augmentation de l'écart entre les taux allemands et les taux de l'UE ? Fournir une réponse définitive est difficile, car divers facteurs ont probablement contribué simultanément à ce résultat, rendant complexe la distinction de leurs effets individuels. En outre, certains de ces facteurs sont difficiles à quantifier, voire parfois à établir avec des données publiques disponibles.

Nous avons donc interrogé un large éventail d'acteurs en lien régulier avec la dette de l'UE et représentant des perspectives diverses, comme des traders, des analystes en marché obligataire de grandes banques européennes, des gestionnaires d'actifs, des experts des contreparties centrales de compensation, des responsables des trésoreries nationales et des bureaux de gestion de la dette de pays de l'UE et des institutions européennes. Les raisons potentielles de la divergence des rendements de l'UE que nous avons compilées à partir de ces discussions peuvent être regroupées – bien que de manière quelque peu arbitraire, car elles sont toutes finalement interconnectées – en trois grandes catégories d'explications : 1) les facteurs de marché, 2) les facteurs circonstanciels et 3) les facteurs institutionnels.

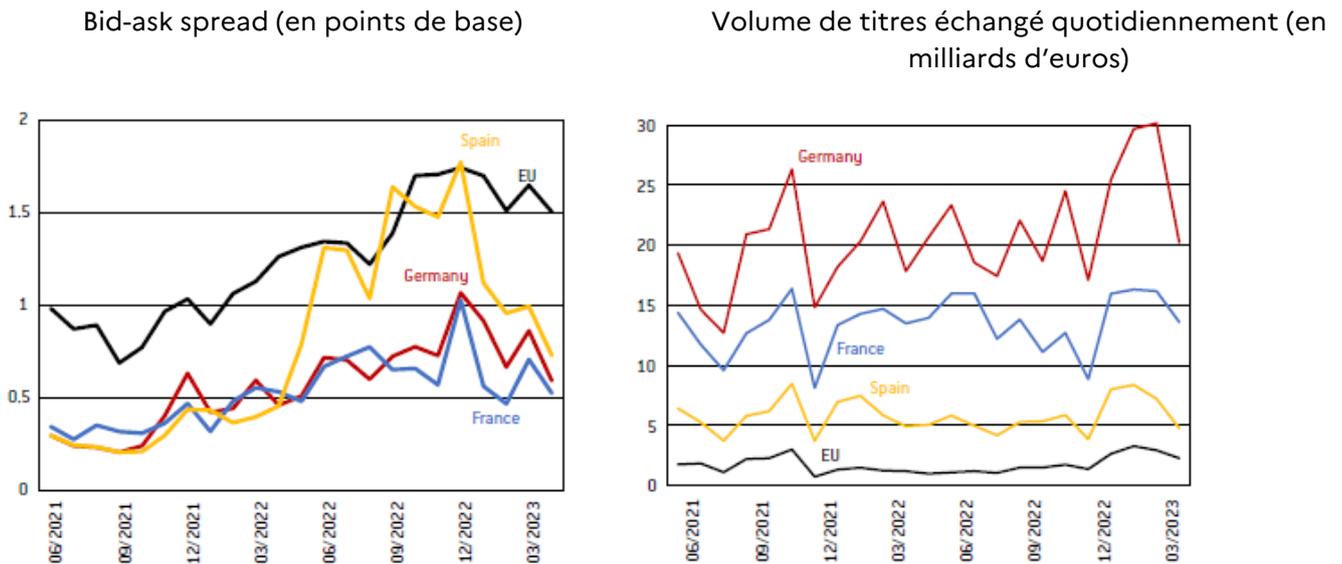
3.1. Facteurs de marché : différences persistantes entre les obligations de l'UE et les obligations souveraines des grands émetteurs européens

Bien que les obligations de l'UE aient radicalement changé en nature et en ampleur avec la création des programmes SURE et NGEU, elles présentent encore des différences majeures par rapport aux obligations souveraines européennes, notamment celles, comme les obligations allemandes ou françaises, qui jouent un rôle de référence sur les marchés financiers européens. Cela rend, à ce stade, les obligations de l'UE des substituts imparfaits aux obligations souveraines.

Une distinction clef entre les obligations de l'UE et ces obligations souveraines réside dans leur liquidité, qui désigne la facilité avec laquelle elles peuvent être échangées contre de l'argent. En général, les investisseurs préfèrent les actifs qui peuvent être revendus rapidement et facilement, et sont prêts à payer une prime pour cette liquidité. Cela est particulièrement vrai dans un environnement de marché caractérisé par une hausse des taux et une volatilité accrue, comme c'est actuellement le cas, et en période de stress ou d'incertitude élevée, comme lors des épisodes récents de turbulences géopolitiques et bancaires survenus au cours des 18 derniers mois. Dans de telles situations, les investisseurs peuvent avoir besoin de vendre rapidement leurs actifs, ce qui fait de la liquidité une caractéristique particulièrement précieuse.

¹ Traduction proposée par le jury : Le coût croissant de la dette de l'Union européenne et comment y faire face

Graphique 4 : liquidité des obligations souveraines allemandes, françaises, espagnoles et de l'UE



Source : Bruegel et Bloomberg.

À ce stade, la liquidité des obligations de l'UE est bien inférieure à celle des autres grands émetteurs européens. Une bonne mesure de la liquidité est l'écart entre les prix acheteur et vendeur (bid-ask spread), c'est-à-dire la différence entre le prix le plus élevé qu'un acheteur est prêt à payer pour un actif et le prix le plus bas qu'un vendeur est prêt à accepter, à un moment donné. Au cours des deux dernières années, l'écart moyen entre les prix acheteur et vendeur des obligations de l'UE a été deux fois plus élevé que celui des obligations françaises et allemandes, et la plupart du temps supérieur à celui des obligations espagnoles, ce qui indique une liquidité beaucoup plus faible des obligations de l'UE (cf. graphique 4).

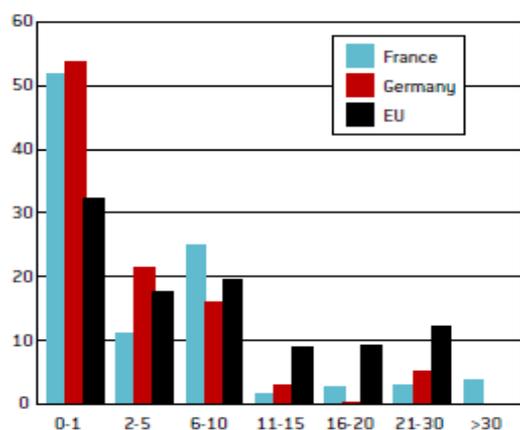
Même si l'UE est désormais considérée comme un émetteur important et fréquent, qui concurrence les grands émetteurs sur le marché primaire, le volume de dette de l'UE échangé quotidiennement sur le marché secondaire reste bien inférieur à celui des autres grands émetteurs européens (cf. graphique 4). Cela est logique, étant donné que la dette totale en circulation de l'UE est encore bien plus faible (environ 400 milliards d'euros pour l'UE contre 2 300 milliards d'euros pour la France). De plus, la courbe des taux de l'UE est encore en cours de construction : même si l'UE est désormais active sur toute la courbe jusqu'à 30 ans (graphique 5), le montant des obligations en circulation à chaque échéance représente encore une petite part par rapport à l'Allemagne ou à la France. Disposer d'une courbe complète avec un nombre significatif de transactions à chaque échéance aide à stimuler les arbitrages et, par conséquent, à améliorer la liquidité globale.

Si la liquidité joue un rôle crucial dans l'attractivité d'un titre particulier, d'autres caractéristiques de marché sont également considérées comme très importantes par les investisseurs. Un critère jugé essentiel par les investisseurs est la possibilité d'utiliser un titre en collatéral pour obtenir facilement des liquidités et avec des décotes minimales. Sur ce point également, les obligations de l'UE sont en retrait par rapport aux principaux émetteurs européens. L'annonce faite par la BCE le 20 décembre 2022, selon laquelle elle acceptera les obligations de l'UE comme collatéral dans ses opérations monétaires, avec les mêmes décotes que celles appliquées aux souverains ayant une notation similaire, à compter du 29 juin 2023, constitue une étape importante pour l'UE et envoie un signal fort aux participants du marché (tout en montrant également le soutien d'une autre institution influente de l'UE).

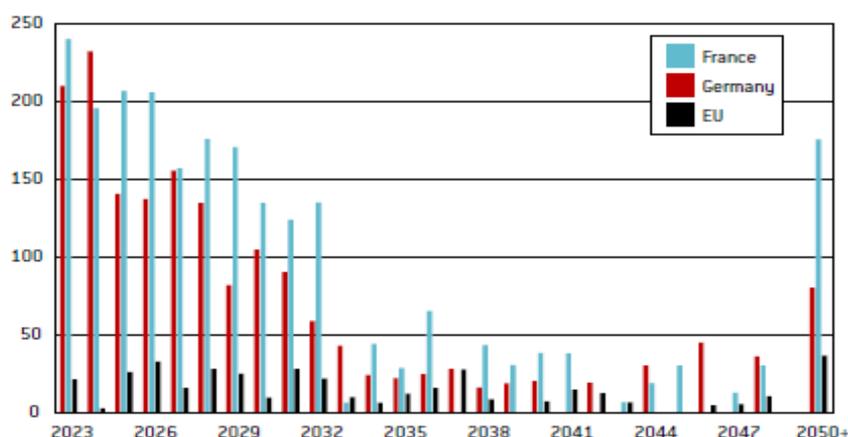
Cependant, les chambres de compensation, qui sont de plus en plus utilisées pour centraliser les transactions financières, en particulier les opérations de pension livrée (repo), appliquent des critères d'éligibilité en tant que collatéral et de décotes différents pour les obligations de l'UE par rapport aux obligations souveraines européennes. Les décotes appliquées aux obligations de l'UE par les chambres de compensation les plus importantes (LCH, Eurex Clearing, Ice Clear Europe et Euroclear) sont bien plus élevées que celles appliquées à l'Allemagne et à la France. La plupart des chambres de compensation disposent de leurs propres cadres de gestion des risques et ne s'appuient pas sur le cadre de gestion des risques de la BCE, et ne devraient donc pas automatiquement suivre la BCE en juin. Quoi qu'il en soit, l'utilisation des obligations de l'UE comme collatéral vis-à-vis des chambres de compensation reste négligeable, surtout en comparaison de l'utilisation des obligations allemandes et françaises.

Graphique 5 : émissions obligataires allemandes, françaises et de l'UE

Part des émissions dans l'émission totale par maturité, en 2022 (en %)



Volume de dette par date d'échéance (en milliards d'euros)



Source : Bruegel.

De manière plus générale, bien que les obligations de l'UE bénéficient du même traitement réglementaire favorable que les obligations souveraines européennes les mieux notées, les institutions financières continuent de les traiter différemment en pratique. Par exemple, dans les modèles de risque internes des institutions financières, les obligations de l'UE sont parfois considérées comme plus risquées et se voient attribuer des pondérations de risque plus élevées en raison de leur historique relativement limité comparé à celui des obligations souveraines. De plus, les obligations de l'UE sont souvent négociées par des équipes distinctes de celles des obligations souveraines – le bureau SSA (supranationaux, sous-souverains et agences) –, avec des limites de trading et d'exposition beaucoup plus restreintes, ce qui réduit encore leur liquidité.

L'attractivité d'une obligation peut également être renforcée par son inclusion dans un indice obligataire spécifique. Ces indices, initialement créés pour mesurer la performance globale ou celle d'un segment spécifique du marché, sont devenus de plus en plus pertinents à mesure que les investisseurs passifs les utilisent pour construire leurs portefeuilles. Comme les obligations de l'UE ne font pas actuellement partie des indices obligataires souverains les plus utilisés – qui ne comprennent actuellement que les obligations émises par les gouvernements centraux dans leurs propres devises (Eichert et Tanguy, 2023a) –, elles ont accès à une base d'investisseurs plus restreinte et moins diversifiée. Cela est particulièrement significatif compte tenu de l'importance croissante de la gestion passive ces dernières années.

D'autres caractéristiques des obligations de l'UE entravent également leur popularité et contribuent à la prime de taux d'intérêt payée par l'UE par rapport à l'Allemagne. Ces caractéristiques incluent l'absence d'une facilité de pension livrée (repo facility) gérée par l'UE, comme celle gérée par l'Agence de la dette allemande pour renforcer la liquidité et éviter les épisodes de pénurie temporaire ; l'absence de contrats à terme sur les obligations de l'UE (qui stimulent le trading et la liquidité en donnant aux traders des outils pour structurer leurs opérations) ; la présence très réduite des obligations de l'UE sur les plateformes électroniques ; et la fragmentation des obligations entre les différents programmes de l'UE (NGEU, SURE, Green NGEU, MFA [Macro-Financial Assistance], BoP [Balance of Payments], EFSM [European Financial Stabilisation Mechanism]), qui réduit également la liquidité globale des obligations de l'UE.

La Commission européenne est consciente de ces problèmes et a lancé diverses initiatives pour y remédier. Pour réduire la fragmentation entre les différents programmes, l'UE est passée à une stratégie de financement unifiée en janvier 2023. Cela signifie que tous les différents programmes soutenus par l'endettement de l'UE seront financés avec des obligations standardisées de l'UE plutôt qu'avec des obligations spécifiques à chaque programme (même si une certaine diversité subsistera, comme les obligations vertes NGEU et les obligations sociales SURE). Une telle stratégie unifiée, qui permettra également à l'UE d'augmenter les réémissions d'obligations existantes, devrait aider à accroître la liquidité de sa dette (Bletzinger et al., 2022), un point également souligné par les investisseurs dans une enquête sur les obligations de l'UE (Eichert et al., 2022). Lors de l'annonce de sa stratégie de financement unifiée, la Commission a également annoncé d'autres initiatives : des travaux pour établir une facilité de pension livrée en 2024 pour renforcer la liquidité, et la mise en place d'un engagement de cotation de prix pour ses opérateurs principaux, qui devrait être effectif à l'été 2023.

Enfin, une différence importante entre l'UE et des pays comme l'Allemagne, la France et l'Espagne réside dans leur stratégie d'émission. L'UE repose beaucoup plus massivement que ces pays sur des émissions syndiquées plutôt que sur des enchères pour son émission de dette : les transactions syndiquées représentaient la moitié de la dette émise par l'UE en 2022, tandis que pour l'Allemagne, la France et l'Espagne, elles ne représentaient que 4 %, 2 % et 13 % respectivement. Il est compréhensible qu'en tant que nouvel émetteur majeur, qui devait s'établir sur le marché et se constituer une base d'investisseurs diversifiée et stable presque à partir de zéro, l'UE ait préféré garantir une forte demande pour sa dette et mettre en avant la sursouscription lors de ses premières opérations d'emprunt, plutôt que de minimiser les coûts. Garantir la demande est probablement plus facile à réaliser grâce aux émissions syndiquées avec l'aide des grandes banques européennes. Cependant, le

niveau beaucoup plus élevé de souscription lors des émissions syndiquées comparé aux enchères – où le pouvoir de négociation des investisseurs est moindre – pourrait suggérer que la Commission européenne vend ses obligations à un prix trop bas (c'est-à-dire, inversement, à un taux trop élevé).

En théorie, toutes ces caractéristiques de marché des obligations de l'UE devraient aider à expliquer le niveau de l'écart entre les taux de l'UE et ceux de l'Allemagne. Mais en théorie, les facteurs structurels ne devraient pas expliquer son augmentation récente (sauf si certaines de ces caractéristiques sont devenues plus importantes pour les investisseurs ces derniers mois, ce qui pourrait être le cas, comme cela a été observé pour la liquidité au début de cette section). Cependant, lorsque les prix des obligations commencent à diverger (comme ce fut le cas en 2022), ces différences agissent comme des frictions qui réduisent la substituabilité des obligations de l'UE et des obligations souveraines européennes, limitant les opportunités d'arbitrage et empêchant ainsi l'auto-correction qui réduirait l'écart.

[...]

La fin des achats nets d'actifs par la BCE au premier semestre 2022 a également joué un rôle circonstanciel dans l'augmentation de l'écart (Bonfanti et Garicano, 2022). Jusqu'alors, le marché obligataire était plus favorable aux emprunteurs, mais avec le retrait progressif de la BCE en tant que gros acheteur, le marché est devenu dominé par les prêteurs. En conséquence, les écarts par rapport aux swaps pour tous les émetteurs dont les obligations sont évaluées par rapport aux swaps en euros (comme la BEI, la KfW allemande, l'UNEDIC et la CADES françaises, et l'UE) ont connu une augmentation générale, passant de négatifs à légèrement positifs.

Ce changement a pu être amplifié par le fait que la BCE était soumise à moins de contraintes lors de l'achat d'obligations supranationales, comme celles de l'UE, car la limite imposée à l'émetteur était fixée à 50 %, contre 33 % pour les obligations souveraines de la zone euro. Étant donné que la BCE achetait une proportion plus élevée des obligations récemment émises, elle avait un impact plus positif sur leur prix que sur celui des obligations souveraines. Cet effet a disparu lorsque la BCE a cessé les achats nets (ou plus précisément lorsque les marchés ont commencé à anticiper leur fin, vers la fin de 2021), ce qui a encore contribué à l'augmentation générale des écarts.

En outre, cette situation a coïncidé avec une période où l'offre d'obligations de l'UE était abondante, ce qui a rendu leur absorption encore plus difficile pour les investisseurs par rapport à d'autres SSA. Par conséquent, l'écart avec les swaps a augmenté de quelques points de base supplémentaires pour l'UE par rapport à d'autres émetteurs. Cependant, l'impact de la fin des achats de la BCE n'est pas totalement clair, car le volume plus important d'obligations de l'UE disponibles pour les participants au marché pourrait également améliorer leur liquidité, réduisant ainsi en partie la prime de rendement payée par l'UE pour sa liquidité inférieure.

3.3. Facteurs institutionnels : l'UE reste conceptuellement très différente des émetteurs souverains

Certains des éléments discutés dans les sections 3.1 et 3.2 montrent déjà que les facteurs institutionnels jouent un rôle crucial dans l'explication des coûts d'emprunt plus élevés pour l'UE par rapport à l'Allemagne (ou à la France). L'exclusion de l'UE des indices obligataires souverains, son traitement différent par les chambres de compensation, et le fait que l'UE soit considérée comme un SSA évoluant dans un marché différent, où le principal indice de référence est le swap et non le Bund, soulignent que les obligations de l'UE sont différentes des obligations souveraines.

Le fait que les taux de l'UE évoluent en fonction des swaps et augmentent donc plus rapidement que les rendements des Bunds lors des épisodes de stress montre que les titres de dette de l'UE, malgré leur très haute notation, ne possèdent pas encore la caractéristique essentielle des actifs sûrs : la capacité de conserver de manière crédible leur valeur en toutes circonstances, notamment pendant les crises (Caballero et al., 2017).

La plupart des agences de notation considèrent que la garantie de la dette de l'UE, assurée par le plafond des ressources propres et son augmentation en 2020, équivaut en pratique à une responsabilité conjointe et solidaire, ce qui signifie que chaque pays serait responsable du remboursement de la dette à la fois individuellement et collectivement, ce qui justifie ses notations favorables. Cependant, certains ont interprété l'élargissement de l'écart avec l'Allemagne en 2022 comme un signal possible que les investisseurs commencent à douter du cadre juridique qui sous-tend la dette de l'UE. Cette interprétation est probablement très exagérée, étant donné que les taux du Mécanisme européen de stabilité (MES), de la Banque européenne d'investissement (BEI) et même de la KfW ont évolué de manière similaire à ceux de l'UE, bien qu'ils bénéficient de types de garanties très différents (garanties par capital libéré et callable dans le cas du MES et de la BEI, et garanties directement par la République fédérale d'Allemagne dans le cas de la KfW).

Néanmoins, il est indéniable que la plupart des investisseurs perçoivent encore l'UE comme un « intermédiaire », c'est-à-dire un émetteur hybride, à mi-chemin entre un SSA et un souverain (Eichert et al., 2022). Cette perception est justifiée par trois principales caractéristiques institutionnelles de la dette de l'UE.

Premièrement, l'UE n'est pas censée être un acteur permanent sur le marché obligataire. Le cadre juridique de l'instrument de relance de l'UE stipule que l'émission nette d'obligations de l'UE devrait se conclure à la fin de 2026. Par la suite, seul un renouvellement partiel de la dette est prévu, afin de la réduire progressivement jusqu'à son extinction complète en 2058. Cela réduira drastiquement la liquidité sur le marché des obligations de l'UE après 2026 et diminue donc déjà aujourd'hui l'attrait de ces obligations, car elles ne peuvent pas être intégrées dans une stratégie ou un portefeuille d'investissement à long terme (Eichert et al., 2022). En outre, le développement d'un marché à terme pour ces obligations ne serait pas viable si l'UE n'est pas présente de manière pérenne avec un flux constant d'émissions et si la liquidité diminue après 2026.

Deuxièmement, bien que l'UE possède certaines caractéristiques d'un émetteur souverain, avec un pouvoir législatif et judiciaire, il lui manque un élément clé de la définition classique de la souveraineté : le pouvoir de lever l'impôt. Même si l'UE peut accéder indirectement aux ressources des États membres par le biais des contributions au budget de l'UE basées sur le RNB, cela signale également aux marchés que l'UE est entièrement dépendante de ses membres et des négociations complexes entre eux pour son financement, ce qui la distingue d'un souverain capable de recourir à l'impôt de manière rapide et autonome. C'est probablement l'une des principales raisons pour lesquelles l'UE ne remplit pas les critères nécessaires pour être incluse dans les principaux indices obligataires souverains (Eichert et Tanguy, 2023a).

Troisièmement, la nature supranationale de l'UE fait qu'elle ne dispose pas d'une base d'acheteurs domestiques naturels (souvent dominante en période de stress, pour le meilleur ou pour le pire). Les banques européennes restent majoritairement nationales et montrent encore un fort biais domestique dans leurs portefeuilles d'actifs (Beck et al., 2022). Seule une véritable internationalisation des banques au niveau européen, probablement impulsée par l'achèvement de l'union bancaire, pourrait améliorer cette situation.

Ces éléments institutionnels peuvent expliquer pourquoi les coûts d'emprunt de l'UE sont plus élevés que ceux de l'Allemagne (malgré une notation similaire) ou de la France (malgré une notation inférieure). Mais pourquoi cet écart a-t-il augmenté en 2022 ? Bien que le caractère temporaire des emprunts de l'UE ait été clairement établi dès le lancement de l'initiative d'emprunt massif de l'UE, les marchés semblaient initialement convaincus de la nature « hamiltonienne » de la décision de 2020 de l'UE d'emprunter conjointement pour financer le plan de relance post-Covid-19, croyant que le fonds de relance et les émissions obligataires associées deviendraient rapidement permanents d'une manière ou d'une autre.

Cependant, en 2022, les marchés ont reçu des signaux clairs et répétés de la part de certains pays de l'UE affirmant sérieusement que ces emprunts massifs étaient envisagés uniquement comme une

réponse exceptionnelle à une crise unique en son genre. Bien que l'idée de créer un nouvel instrument similaire à NGEU – d'abord pour faire face à la crise énergétique, puis pour répondre à l'Inflation Reduction Act des États-Unis – ait circulé tout au long de l'année 2022, cette idée ne s'est pas concrétisée.

En outre, la Cour constitutionnelle allemande, dans un jugement de décembre 2022 sur la légalité du plan NGEU, a adopté une lecture très stricte de l'architecture du NGEU, en soulignant son caractère temporaire et exceptionnel. Tout cela a conduit les marchés à ajuster leurs attentes quant à la permanence de la présence de l'UE sur le marché obligataire. L'augmentation de l'écart en 2022 peut alors être vue comme un long processus de découverte des prix, à mesure que le caractère limité dans le temps de NGEU devenait plus tangible pour les investisseurs. De plus, l'absence de progrès en 2022 sur de nouvelles ressources propres pour le budget de l'UE, malgré une proposition faite par la Commission à la fin de 2021, a probablement renforcé l'idée que les emprunts de l'UE ne deviendraient pas permanents. La part des investisseurs considérant l'UE uniquement comme un SSA, et non comme un « hybride », a augmenté de 10 points de pourcentage entre novembre 2021 et novembre 2022 (Eichert et al., 2022). Ces divers développements institutionnels ont probablement joué un rôle significatif dans l'élargissement des *spreads* en 2022.

« L'Union européenne à la recherche de financements à la hauteur de ses objectifs », Karl de Meyer, Les Echos, 15 juin 2024, www.lesechos.fr

Les Vingt-Sept s'apprêtent à définir un agenda ambitieux pour le cycle 2024-2029. Mais il n'y a pas encore d'accord sur une augmentation de leurs contributions ou de nouvelles ressources propres, encore moins sur un nouvel endettement commun.



Johannes Hahn est commissaire au Budget depuis 2019. Il parle ici au Parlement européen à Strasbourg. (snapshot/Future Image/D Anoragan/SIPA)

Mardi dernier, tirant les leçons des élections européennes devant un groupe de journalistes, le commissaire au Budget Johannes Hahn a fait un long dégagement sur la préparation du prochain budget européen. Car à Bruxelles, les travaux ont déjà démarré sur le prochain cadre financier pluriannuel (CPF) qui s'étendra de 2028 à 2034.

« Je m'attends à une discussion difficile au cours des deux ou trois prochaines années », a déclaré le conservateur autrichien, avant de poser une équation impossible : « Nous constatons aujourd'hui une sorte d'obsession des Etats membres à contenir le budget européen à environ 1 % du PIB de l'Union, mais on veut faire plus pour la sécurité du continent et la compétitivité de l'économie, tout en conservant deux tiers des fonds pour la politique agricole et la politique de cohésion. Comment faire ? »

Les Vingt-Sept doivent adopter à la fin du mois un agenda stratégique qui donne la priorité à la défense et à la compétitivité du continent. Durant la campagne des européennes, Ursula von der Leyen, présidente sortante de la Commission bien placée pour obtenir un second mandat, l'a répété : « Il faudra soit augmenter les contributions nationales, soit mettre en place de nouvelles ressources propres. »

Ressources propres

Du côté des contributions nationales, en vérité il n'y a pas d'appétit, dans les capitales, pour les accroître, surtout en un temps de montée des forces eurosceptiques. La révision du CPF 2021-2027, l'an dernier, a donné lieu à des négociations très dures. La nouvelle coalition néerlandaise a fait comprendre qu'elle passerait sa propre contribution à la paille de fer. Au cours des dernières années, face aux urgences, les Vingt-Sept ont préféré multiplier les instruments ad hoc - en dehors du budget européen.

Du côté des ressources propres, les leaders ont certes des propositions très concrètes de la Commission : une partie de revenus liés à l'extension du système européen de quotas carbone, une partie des recettes du CBAM (la « taxe carbone aux frontières »), le produit de taxes sur les multinationales qui profitent du marché unique.

Remboursements à 20 milliards

Les Etats membres n'ont pas encore validé ces options. « Jusqu'ici, il y avait deux types de réserves, indique une source européenne. Certains Etats membres rechignent à autonomiser le budget européen. D'autres voient que ces nouvelles ressources propres ne pèsent pas de la même façon sur tous. Les économies les plus carbonées contribueraient plus au titre des quotas carbone par exemple. Mais il y a moyen de créer des péréquations. » Cette même source assure que le sujet avance, le chancelier allemand Olaf Scholz s'étant finalement rallié au principe.

Il y a une forme d'urgence, notamment car à partir de 2028, l'UE est censée commencer à rembourser, jusqu'en 2050, le grand emprunt qui a financé le plan de relance post-Covid. On parle, avec les intérêts, d'un volume de quelque 20 milliards d'euros par an, soit autour de 12 % du budget annuel. Si on n'augmente pas les recettes, cela représente donc un « manque à dépenser » significatif.

Reconduction de la dette

Certaines capitales, dont Paris, ont bien élaboré un scénario alternatif : un « rollover » de la dette européenne contractée, par émission de nouvelles obligations. « Ce serait malthusien de s'obliger à rembourser dans ce moment critique, indique une source française. Surtout au vu de l'appétit des investisseurs pour la dette européenne. L'UE a trouvé sa place comme émetteur sans effet d'éviction sur la dette des Etats membres. »

Cette idée est pour l'instant rejetée par plusieurs capitales, dont Berlin et La Haye. Outre une opposition de principe, Allemagne et Pays-Bas rappellent que la Cour constitutionnelle de Karlsruhe et le Parlement néerlandais n'ont validé l'emprunt commun qu'à de strictes conditions : qu'il soit ponctuel et remboursé.

Berlin et La Haye s'annoncent donc très difficiles à convaincre sur de nouvelles formes d'endettement commun, par exemple pour la défense. Le projet d'agenda stratégique qui circulait vendredi dernier à Bruxelles mentionne toutefois « l'exploration d'options innovantes » de financement. Et, selon un diplomate, « un nouveau choc externe pourrait pousser les Vingt-Sept à créer de nouveaux instruments ». La Commission doit présenter avant la fin juin un « papier » qui listera une série d'options.

« Budget de l'UE: la Commission présente un train de mesures adapté pour la prochaine génération de ressources propres », Communiqué de presse de la Commission européenne, 20 juin 2023, www.ec.europa.eu, Traduction proposée par le jury



Budget de l'UE: la Commission présente un train de mesures adapté pour la prochaine génération de ressources propres

Brussels, le 20 juin 2023

Comme elle s'était engagée à le faire lors des négociations sur le budget à long terme de l'UE pour la période 2021-2027, la Commission européenne a achevé aujourd'hui sa proposition relative à la prochaine génération de ressources propres. Le train de mesures présenté aujourd'hui comprend une nouvelle ressource propre statistique temporaire fondée sur les bénéfices des entreprises. À la suite de l'accord politique intervenu sur le paquet «Ajustement à l'objectif 55», qui vise à garantir que les politiques de l'UE contribuent à la neutralité climatique de notre continent, la Commission propose également d'adapter les propositions de ressources propres fondées sur le système d'échange de quotas d'émission (SEQE) et le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF) par rapport aux propositions initiales de décembre 2021.

La proposition présentée aujourd'hui complète et actualise le train de mesures pour la prochaine génération de ressources propres du budget présenté en décembre 2021. Trois sources de recettes avaient été proposées à l'époque: une fondée sur les recettes tirées du système d'échange de quotas d'émission (SEQE), une autre s'appuyant sur les ressources générées par le projet de mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'UE, et une troisième fondée sur la part des bénéfices résiduels des multinationales qui sera réattribuée aux États membres de l'UE dans le cadre du récent accord OCDE/G20 sur une réattribution des droits d'imposition («Pilier Un»). Elles sont complétées aujourd'hui par une ressource propre statistique liée au secteur des entreprises. Une fois entré en vigueur, ce panier de nouvelles ressources propres garantira un financement à long terme adéquat du budget, y compris le remboursement de NextGenerationEU.

Mme von der Leyen, présidente de la Commission européenne, a déclaré : *"la proposition présentée aujourd'hui complète notre proposition relative à de nouvelles ressources propres stables pour financer les investissements massifs de NextGenerationEU en faveur de la reprise et de la résilience de l'UE au moyen de quatre nouvelles ressources propres pour le budget de l'UE. Les États membres disposent désormais de tous les éléments nécessaires pour parvenir rapidement à un accord et garantir le financement du budget de l'UE."*

Nouvelle ressource propre statistique temporaire fondée sur les bénéfices des entreprises

En 2020, le Parlement européen, le Conseil et la Commission sont convenus qu'une ressource propre liée au secteur des entreprises devrait être proposée. La nouvelle ressource propre statistique fondée sur les bénéfices des entreprises sera temporaire et sera remplacée par une contribution éventuelle de l'initiative «Entreprises en Europe: cadre pour l'imposition des revenus» (BEFIT), une fois qu'elle aura été proposée et approuvée à l'unanimité par tous les États membres.

Dans l'intervalle, la ressource propre proposée aujourd'hui sera calculée comme correspondant à 0,5 % de la base bénéficiaire théorique des entreprises de l'UE, un indicateur calculé par Eurostat sur la base des statistiques des comptes nationaux.

Il ne s'agit pas d'un impôt sur les entreprises, et elle n'augmente pas non plus les coûts de mise en conformité des entreprises. Il s'agira d'une contribution nationale versée par les États membres sur la base de l'excédent brut d'exploitation des secteurs des entreprises financières et non financières, qui contribuerait à équilibrer le panier des ressources propres et à diversifier davantage les sources de recettes du budget de l'UE.

La ressource propre statistique fondée sur les bénéfices des entreprises générerait des recettes d'environ 16 milliards d'euros (aux prix de 2018) par an à partir de 2024.

Adaptation de la ressource propre du SEQE

À la suite de la hausse du prix du carbone, qui est passé à quelque 80 euros par tonne de CO₂ en 2022 (contre 55 euros en 2021), les recettes des États membres provenant du système d'échange de quotas d'émission (SEQE) ont doublé en deux ans pour atteindre près de 30 milliards d'euros en 2022. Les prix devraient rester largement supérieurs à 55 euros par tonne de CO₂ dans les années à venir.

Par rapport à sa proposition initiale de décembre 2021, la Commission propose de faire passer le taux d'appel pour la ressource propre fondée sur le SEQE à 30 % de l'ensemble des recettes générées par les échanges d'émissions de l'UE, contre 25 % proposés initialement. Cela devrait générer des recettes pour le budget de l'UE de l'ordre de 7 milliards d'euros (aux prix de 2018) par an à partir de 2024. Ce montant devrait augmenter pour atteindre environ 19 milliards d'euros par an à partir de 2028, lorsque les recettes du nouveau SEQE seront également versées au budget de l'UE. Dans le même temps, les recettes annuelles du SEQE allouées aux États membres pourraient dépasser 46 milliards d'euros, un montant largement supérieur à ce qui était prévu lors de la présentation de la proposition «Ajustement à l'objectif 55».

Adaptation du MACF

À la lumière du paquet «Ajustement à l'objectif 55», la Commission propose également une adaptation technique du cadre de contrôle du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF), afin d'aligner sa proposition initiale de ressource propre sur le texte adopté. Cette source de recettes devrait générer environ 1,5 milliard d'euros par an à partir de 2028 pour le budget de l'UE.

Prochaines étapes

La proposition présentée aujourd'hui alimentera les négociations avec les États membres au sein du Conseil sur la prochaine génération de ressources propres du budget.

Les discussions législatives sur la première proposition de décembre 2021 n'ont guère progressé. Alors qu'une deuxième proposition relative aux nouvelles ressources propres était initialement prévue pour 2024, la Commission a décidé de la présenter plus tôt, afin que les États membres disposent de tous les éléments nécessaires pour entamer les négociations dans le cadre de la feuille de route convenue. La Commission invite le Conseil à accélérer ces négociations.

Contexte

Le budget de l'UE est actuellement financé par quatre ressources propres. L'instauration de nouvelles sources de recettes est une ambition de longue date des responsables politiques de l'UE, car cela présenterait les avantages suivants:

- réduction du poids de la ressource propre fondée sur le revenu national brut (RNB) dans le budget de l'UE;
- réforme du système des ressources propres afin de soutenir les priorités de l'UE, en concevant de nouvelles ressources propres qui apportent des avantages supplémentaires, outre le flux de recettes budgétaires;
- instauration de types de ressources propres plus diversifiés et plus résilients, directement liés aux compétences, aux objectifs et aux priorités de l'UE.

Citation de Johannes Hahn, commissaire au budget et à l'administration - 20/06/2023 :

"Avec la proposition présentée aujourd'hui, le panier complet de ressources propres est sur la table. La balle est désormais dans le camp des États membres, qui devraient prendre leurs responsabilités pour faire en sorte que le budget de l'UE soit financé dans les années à venir conformément à nos priorités politiques."