

Perspectives

N°21/129 – 19 avril 2021

EUROPE – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer

Les marchés ont déjà été impressionnés par la capacité des États européens à dessiner une réponse commune à la crise de la Covid-19 avec rapidité et capacité d'innovation en brisant le tabou du financement par émission commune. La réaction des marchés a été positive, bien en amont des premières émissions, accueillant avec intérêt le signal fort de l'accord européen et de l'engagement à soutenir l'économie européenne. L'environnement économique européen, bien avant les premiers versements du plan de relance, est devenu plus attractif et la réponse positive des investisseurs a facilité la convergence des conditions de financement des États et des agents privés. La dynamique des émissions a, en effet, déjà changé et la plupart des États peuvent se financer sur le long terme à des taux négatifs ou proches de zéro.

Ainsi, le calendrier des prochaines étapes (ratification par les parlements nationaux, décision de la Cour constitutionnelle fédérale allemande, lancement des émissions par la Commission) ne comporte plus un risque financier, puisque les États peuvent se préfinancer à un moindre coût sur les marchés. Néanmoins, le fonds étant temporaire (versement des subventions et prêts jusqu'en 2026), la rapidité des émissions et des versements est essentielle.

Un premier volet du plan de relance, le programme SURE, l'assistance financière aux politiques nationales de soutien de l'emploi, est en revanche bien avancé. Adopté en mai 2020, le programme s'est rendu disponible avec la signature en septembre 2020 des 25 milliards € servant de garantie aux 100 Mds € d'émissions devant alimenter les prêts aux États membres. 90,6 milliards € de prêts ont été demandés par les pays et engagés après décision du Conseil européen. Une demande additionnelle de 3,7 Mds € a été effectuée pour un total de 94,3 Mds €. La Commission européenne a pu procéder aux premières émissions en 2020 (en octobre, novembre et décembre) pour un montant de 39,5 Mds € et au premier trimestre 2021 (avec des émissions de 36 Mds €) elle a déjà engrangé 75,5 Mds €. Les émissions (de maturité entre trois et trente ans) ont rencontré un énorme succès, avec une demande des investisseurs de dix fois supérieure à l'offre et des conditions de financement très favorables ayant permis aux États bénéficiaires des prêts SURE d'épargner 5,8 Mds € de charges d'intérêts par rapport à une émission nationale. Ainsi 62,5 Mds € de prêts ont déjà pu être versés aux États, qui ont dépensé déjà 80% des fonds. De ce fait, rien qu'en 2020, le programme SURE aurait couvert entre 25 et 30 millions de travailleurs européens (un quart de l'emploi des États ayant demandé le soutien) sur un total de 35 millions ayant bénéficié des dispositifs de chômage partiel. Interrogés par la Commission, les États membres ont affirmé que le programme SURE a joué un rôle fondamental dans leur décision d'étendre ou de renforcer ces dispositifs de soutien à l'emploi.

Forte de ce succès, cette semaine, la Commission européenne a communiqué son programme d'émission de 806 Mds € du NGEU (en prix courants, ils correspondent aux 750 Mds € aux prix de 2018, votés par le Conseil européen, soit 407,5 Mds € de subventions, 386 Mds € de prêts et 12,5 Mds € de contributions à d'autres programmes du budget de l'UE). Ces émissions viennent s'ajouter aux 128,3 Mds € de stocks de dette existants au titre des programmes SURE, MESF et de l'assistance à la balance des paiements. La Commission devient ainsi le premier émetteur supranational européen après la BEI (428 Mds €), le MES (172,6 Mds €) et le FESF (89,9 Mds €). Elle fait passer la part des émissions AAA sur la totalité de la dette souveraine et supranationale européenne de 29% à 35%. Une aubaine pour les investisseurs, une opportunité pour augmenter la profondeur et la liquidité du marché européen, pour renforcer le rôle de

devise de réserve de l'euro, un avantage technique pour améliorer la performance du marché de repo et la transmission de la politique monétaire.

Programme SURE

Bénéficiaires	Total demandé Mds €	Versé en 2020	Versé au T1 2021	Attendu T2 2021
Italie	27,4	16,5	8,3	2,6
Espagne	21,3	10,0	3,9	7,4
Pologne	11,2	1,0	4,3	6,0
Belgique	8,2	2,0	2,0	4,2
Portugal	5,9	3,0	0,0	2,9
Roumanie	4,1	3,0	0,0	1,1
Hongrie	0,5	0,2	0,3	0,0
Grèce	5,2	2,0	0,7	2,5
Tchéquie	2,0	0,0	1,0	1,0
Slovénie	1,1	0,2	0,9	0,0
Croatie	1,0	0,5	0,5	0,0
Slovaquie	0,6	0,3	0,3	0,0
Lituanie	1,0	0,3	0,3	0,4
Bulgarie	0,5	0,0	0,0	0,5
Chypre	0,6	0,3	0,2	0,1
Malte	0,4	0,1	0,1	0,2
Lettonie	0,3	0,1	0,1	0,1
Irlande	2,5	0,0	0,0	2,5
Estonie	0,2	0,0	0,0	0,2
Total	94,2	39,5	23,0	31,7

S'étalant sur six ans, les émissions se montent à une moyenne de 150-200 Mds € par an. Ces montants élevés ne pourront pas être gérés par la stratégie d'émission jusqu'ici adoptée par la Commission, soit un financement *back-to-back*, où l'UE emprunte au nom des États membres, en les faisant bénéficier des meilleures conditions liées à sa notation de AAA pour leur passer ensuite les prêts aux mêmes termes et conditions. La gestion est plus complexe dans le cadre du NGEU, puisqu'il s'agit de mettre en cohérence les versements semestriels des fonds aux États, avec des émissions suffisamment diversifiées pour capter les meilleures conditions de marché et organiser les conditions idéales de remboursement, qui ne seront connues que lorsque l'accord de prêt avec les États sera établi. Alors, la Commission annonce sa présence sur le marché sur toutes les maturités de trois à trente ans, mais aussi avec des *EU-bills* à maturité inférieure à un an et organise son réseau de « *EU primary dealers* ».

La Commission est prête à agir. Elle attend le feu vert des États qui doivent conclure leur processus de ratification de la décision du Conseil européen sur les ressources propres de l'Union européenne (UE), qui accompagne l'autorisation d'emprunt pour le financement du NGEU. La décision sur les ressources propres indique l'engagement maximal de chaque État membre à financer le budget de l'UE et a été relevé temporairement de 0,6 % du revenu national brut (RNB) de l'UE, afin de soutenir les emprunts directs de l'UE jusqu'à ce que la dette soit entièrement remboursée, au plus tard en 2058. Ce 0,6% s'additionne donc au plafond de 1,4 % du RNB de l'UE financé par deux recettes : les droits de douane et les contributions des États membres. Les prêts du NGEU seront remboursés par les États membres emprunteurs. Les subventions seront remboursées par le budget de l'UE. Mais pour aider à rembourser les emprunts, la Commission proposera de nouvelles ressources propres au budget de l'UE (ou sources de revenus), en plus de celles déjà existantes. Une nouvelle contribution par pays, basée sur la quantité de déchets plastiques non recyclés, apportera également des ressources propres supplémentaires. Les nouvelles ressources propres seront fondées sur un mécanisme d'ajustement aux frontières du carbone, le système d'échange de quotas d'émission et une redevance numérique, selon des propositions détaillées qui seront présentées d'ici juin 2021 par la Commission. D'autres nouvelles ressources propres, qui seront proposées d'ici juin 2024, pourraient inclure une taxe sur les transactions financières, une contribution financière liée au secteur des entreprises ou une nouvelle assiette commune pour l'impôt sur les sociétés.

C'est sur cette structure de garantie apportée par le relèvement des ressources propres et sur la possibilité d'augmenter ces dernières que les investisseurs porteront désormais leur intérêt. Elle pourrait, en effet, fournir la base de financement d'un instrument budgétaire de stabilisation plus permanent qui diluerait la notion de contributeur et de bénéficiaire net qui empoisonne les relations entre les États membres, notamment si ces ressources sont levées sur des acteurs étrangers à l'UE.

Article publié le 16 avril 2021 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
16/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
16/04/2021	<u>France – Scénario 2021-2022 : comme une lueur au bout du tunnel</u>	France
15/04/2021	<u>Inflation et pétrole</u>	Pétrole
14/04/2021	<u>Afrique – Banque mondiale et FMI : ce que nous apprennent les dernières prévisions</u>	Afrique
14/04/2021	<u>Espagne – Entreprises zombies, premiers impacts structurels de la crise</u>	Espagne
13/04/2021	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : une sortie de crise en ordre (très) dispersé</u>	Monde
13/04/2021	<u>Fintech Outlook T1 2021 – Sous stéroïdes, les fintech sortent des starting-blocks</u>	Banques, innovation
13/04/2021	<u>Inflation et matières premières agricoles</u>	Agriculture
13/04/2021	<u>Amérique latine – Le douloureux bilan social de la Covid-19</u>	Amérique latine
12/04/2021	<u>UE – Souvenirs de Lépante, traquenards modernes et défis nouveaux</u>	UE
09/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/04/2021	<u>Union européenne – NGEU : la Cour constitutionnelle allemande va-t-elle aboyer ou mordre ?</u>	UE
08/04/2021	<u>Inflation et métaux</u>	Sectoriel
08/04/2021	<u>Géopolitique, pandémie et "intelligence contextuelle" des États</u>	Géopolitique
06/04/2021	<u>Inflation et fret maritime</u>	Sectoriel
06/04/2021	<u>Brésil – Les histoires d'amour finissent mal (en général)</u>	Amérique latine
02/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
02/04/2021	<u>Italie – Un marché du travail gelé en 2020</u>	Italie
31/03/2021	<u>Inflation et semi-conducteurs</u>	Sectoriel
31/03/2021	<u>Asie : la grande fracture ?</u>	Asie du Sud-Est
30/03/2021	<u>L'inflation ou le réveil de la belle endormie</u>	Monde

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Christine Chabenet

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les **Études Économiques** et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.