



Actif sûr européen : nouvelles perspectives

Un véritable actif sûr européen présenterait plusieurs avantages pour la stabilité financière et l'intégration européenne et faciliterait le financement des politiques publiques en réduisant les coûts d'emprunt. De nombreuses propositions visent à créer un actif sûr européen, souvent adossé aux dettes souveraines nationales. Ces propositions sont complexes à mettre en œuvre : outre les enjeux politiques, des contraintes légales compliquent leur adoption, et les déterminants du coût d'emprunt associé demeurent incertains. Les mesures de l'Union européenne face à la crise Covid-19 favorisent l'émergence d'une offre nouvelle de dette supranationale pour aider les États membres à répondre aux défis posés par la crise sanitaire, mais aussi par le réchauffement climatique ou la transition technologique. Si cette offre nouvelle d'actifs sûrs est temporaire et encore limitée par rapport à d'autres zones monétaires, elle constitue néanmoins une étape importante pour le paysage obligataire européen par son effet de masse critique réduisant le risque de liquidité.

Jean-Baptiste GOSSÉ et Anass MOURJANE
Direction des Politiques européennes et multilatérales
Service des Relations européennes

Codes JEL
F33, F36,
H63

37 % du PIB

la taille de l'offre d'actifs sûrs nationaux en Europe (titres de créances souverains notés AAA et AA), contre 89 % aux États-Unis

+ 140 %

l'augmentation potentielle de l'offre d'actifs sûrs en Europe avec l'émission de titres supranationaux (titres MES, BEI, UE), dans le cadre du plan de relance de l'Union européenne (émissions NGEU et SURE), qui pourrait atteindre 14 % du PIB

51 % du PIB

la taille potentielle de l'offre d'actifs sûrs en UE (titres de créances supranationaux et nationaux notés AAA et AA)

BEI : Banque européenne d'investissement

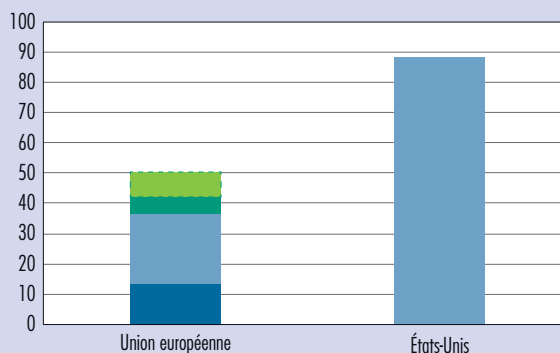
MES : Mécanisme européen de stabilité

NGEU : Next Generation EU (fonds de relance européen)

SURE : Programme de soutien pour réduire les risques de chômage en situation d'urgence

Une offre encore limitée d'actifs sûrs souverains en Europe par rapport aux États-Unis
(en % PIB)

■ Dette commune potentielle après 2020 (SURE, MES, NGEU)
■ Dette commune en 2019 (MES/FESF, assistance financière UE, BEI)
■ Administration centrale AA/Aa ^{a)}
■ Administration centrale AAA/Aaa



a) Dettes des administrations centrales en 2019 notées AAA/Aaa et AA/Aa par Standard & Poor's et Moody's, à l'exception des États-Unis, notés AA+ par S&P et Aaa par Moody's.

Note : Stock, non consolidé, de titres de créances des administrations centrales de l'Union européenne, de la Banque européenne d'investissement (BEI), du Mécanisme européen de stabilité (MES) et de la Facilité européenne de stabilité financière (FESF).

Sources : Commission européenne, BEI, MES, Réserve fédérale (base Fred), Reuters (base Datastream) ; calculs des auteurs.



1 Le débat sur la création d'un actif sûr européen est de longue date soumis à de fortes contraintes

Des actifs sûrs encore principalement constitués de dettes nationales en Europe

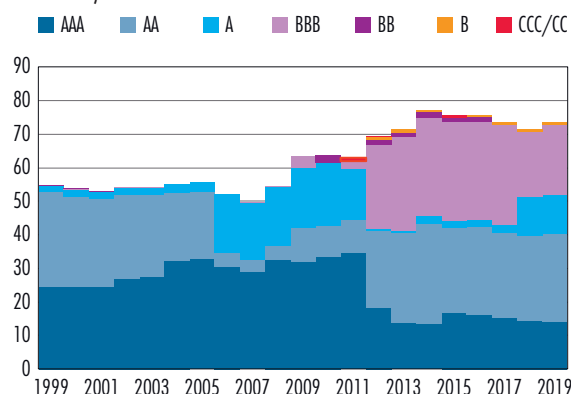
Alors que les États-Unis disposent de titres du Trésor, considérés universellement comme un actif sûr et liquide, il n'en est pas de même dans la zone euro. Un tel actif émis au niveau supranational présenterait pourtant un certain nombre d'avantages pour la stabilité et l'intégration financières (cf. les travaux du groupe de travail de haut niveau du Comité européen du risque systémique [2018] présidé par Philip Lane, à l'époque gouverneur de la Banque centrale d'Irlande). Si la création des États-Unis d'Amérique s'est accompagnée d'une mutualisation des dettes des États fédérés sous l'impulsion du secrétaire au Trésor, Alexander Hamilton, en 1790, la construction européenne a suivi une autre voie. Le traité de Maastricht (1992), en créant l'Union économique et monétaire (UEM), prévoit uniquement une coordination étroite des politiques budgétaires nationales. Il proscriit toute mutualisation des dettes existantes¹ et ne conçoit pas de capacité fiscale significative, ni de capacité d'emprunt commune. De fait, la majorité des actifs sûrs européens actuels est constituée des dettes souveraines nationales les mieux notées, comme le *Bund* allemand ou l'obligation assimilable du Trésor (OAT) française. La qualité d'actif sûr est liée à la perception d'une absence de risque de crédit. Dans cette perspective, une dette est considérée comme sûre si elle est émise ou garantie par un État qui est lui-même jugé « sûr », de telle sorte qu'aux yeux des investisseurs le remboursement paraisse certain (Golec et Perotti, 2017). Toutefois, il existe une ambiguïté sur la notion d'actif sûr, qui peut être plus marquée dans une union monétaire car, d'après la réglementation sur les exigences de fonds propres de l'Union européenne – et les normes de Bâle –, les expositions sur les administrations centrales des États membres exprimées et financées en monnaie

domestique peuvent être exemptées d'exigences de fonds propres, quel que soit le risque sous-jacent².

Dans le sillage de la crise de 2008, la crise des dettes souveraines ayant touché la zone euro en 2010 a toutefois mis en lumière la fragilité inhérente de la construction européenne à cet égard. L'absence d'un véritable actif sûr européen a été patente lors des attaques spéculatives des marchés financiers contre les titres des États les plus fragilisés. En faisant la différence entre les dettes nationales de ces États et les autres, les marchés ont favorisé un effet de contagion au sein de la zone euro, notamment au sein des pays « GIPS »³. Ces États ont parfois dû faire face à un coût de refinancement de la dette difficilement tenable en raison de l'augmentation des *spreads* entre leurs taux d'intérêt et les taux offerts aux autres États de la zone euro, comme l'Allemagne. La crise des dettes souveraines a ainsi eu pour conséquence une réduction du stock d'actifs sûrs en zone euro (cf. graphique 1), en lien avec la dégradation de la qualité des dettes nationales. Cette crise a mené à une profonde fragmentation, qui persiste encore aujourd'hui, des titres offerts dans la zone euro.

G1 Stock d'actifs de marché de la zone euro (stock d'obligations émises par l'administration centrale)

(en % du PIB)



Lecture : Après la crise de 2008, l'offre d'actifs plus sûrs, notés AAA et AA par Standard & Poor's est en réduction. Sources : BCE, Reuters (base Datastream), calculs des auteurs.

1 L'article 125 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), également connu sous le nom de « clause de non-renflouement », interdit aujourd'hui explicitement la prise en charge par un ou plusieurs États membres des engagements financiers d'autres États membres.

2 Cf. article 114 (4) du Règlement (UE) n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

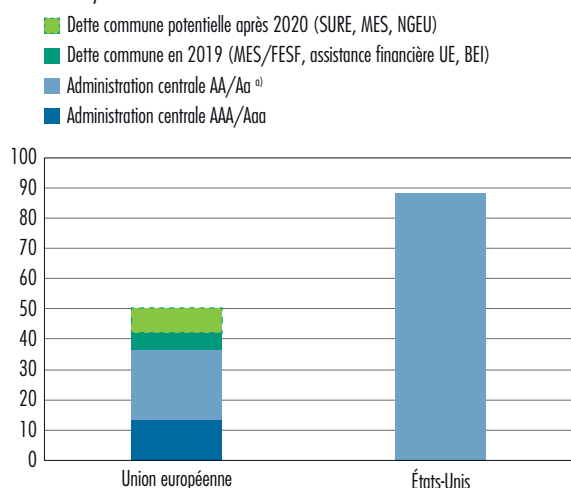
3 Grèce, Italie, Portugal et Espagne (cf. Banque de France, 2012, notamment).



Dans le même temps, la demande d'actifs sûrs est devenue de plus en plus forte en raison des nouvelles réglementations imposant aux banques d'en détenir davantage. C'est par exemple le cas depuis la mise en place des accords de Bâle 3 en 2010 pour satisfaire aux exigences renforcées en liquidité⁴. De même, l'augmentation des incertitudes autour de l'économie mondiale au cours des dernières années, comme la montée des tensions commerciales ou le Brexit, et l'accumulation de réserves de change dans certains pays ont renforcé l'appétit des investisseurs pour des actifs considérés comme étant sans risque.

G2 Offre d'actifs sûrs souverains en Europe et aux États-Unis

(en % du PIB)



a) Dettes des administrations centrales en 2019 notées AAA/Aa et AA/Aa par Standard & Poor's et Moodys, à l'exception des États-Unis, notés AA+ par S&P et Aaa par Moodys.

Note : Stock, non consolidé, de titres de créances des administrations centrales de l'Union européenne, de la Banque européenne d'investissement (BEI), du Mécanisme européen de stabilité (MES) et de la Facilité européenne de stabilité financière (FESF). Le stock de dettes communes attendues après 2020 est ajouté au stock de 2019 : le plan de relance de l'Union européenne (*Next Generation EU*), le programme d'emprunt SURE (*Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) ainsi que l'instrument *Pandemic Crisis Support* du MES.

Sources : Commission européenne, BEI, MES, Réserve fédérale (base Fred), Reuters (base Datastream) ; calculs des auteurs.

Par ailleurs, la capacité d'emprunt de la Banque européenne d'investissement (BEI) reste limitée par ses statuts. Le total des actifs sûrs en zone euro aujourd'hui, cumulant actifs nationaux et supranationaux, reste ainsi bien inférieur au total des actifs sûrs de marché aux États-Unis (cf. graphique 2).

Un actif sûr européen renforcerait l'intégration et le développement de l'Union

Un actif sûr européen émis en quantité suffisante présenterait pourtant des avantages bien identifiés pour l'Union économique et monétaire. Il serait notamment un gage supplémentaire de la crédibilité de la zone euro **vis-à-vis des investisseurs** et servirait de taux de référence pour les transactions de marché, tout en permettant aux banques de remplir leurs obligations réglementaires⁵.

Un actif sûr européen serait également un facteur de stabilité **pour les États membres et la zone euro** dans son ensemble. En plus de lisser les tensions pouvant survenir sur les dettes nationales, il permettrait de prévenir le cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire, en réduisant mécaniquement la détention par les banques de leurs dettes souveraines nationales.

En parallèle, un marché liquide d'actifs sûrs européens favoriserait le développement de l'Union des marchés de capitaux. Il contribuerait aussi au **renforcement du rôle international de l'euro**, composante essentielle d'une plus grande souveraineté économique européenne, et faciliterait la conduite de la politique monétaire tout en accroissant l'attractivité de l'euro comme monnaie de réserve (Villeroy de Galhau, 2019 ; Coeuré, 2019).

Un actif sûr présenterait enfin des avantages **pour les citoyens de la zone euro** dans la mesure où il financerait des projets communs répondant aux besoins en matière

⁴ Comme l'affirment Grandia *et al.* (2019) le concept d'actifs liquides de haute qualité (*high quality liquid assets*, HQLA) utilisé pour le calcul du ratio de liquidité coïncide largement en temps normal avec celui d'actifs sûrs. Les auteurs observent une progression du stock de HQLA détenus par les banques de la zone euro depuis 2015 du fait de l'augmentation des réserves excédentaires. Cette publication de la BCE précise également que la demande future de HQLA résultant du ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*, LCR) dépendra des stratégies des banques : en cas de baisse des réserves excédentaires, les banques pourraient acquérir davantage de HQLA de marché (en particulier des obligations d'État bien notées).

⁵ Durant les périodes de tensions, les phénomènes de *flight-to-safety* (fuite vers la qualité, c'est-à-dire vers les instruments les plus sûrs) peuvent affecter le prix relatif de certains actifs, alors que le périmètre des actifs considérés comme sûrs se restreint (Grandia *et al.*, 2019). Par ailleurs, la BCE (2019) notait un aplatissement de la courbe des taux du *Bund* sur le très long terme pouvant refléter partiellement un mouvement d'évitement des taux négatifs sur les maturités plus courtes. De manière plus générale, le renforcement de la demande pour d'autres moyens de stockage des liquidités pourrait suggérer que les investisseurs cherchent des solutions alternatives aux rendements négatifs sur le cash et les obligations (BCE, 2019).



d'infrastructures, de sécurité, d'innovation ou encore de transition écologique. Dans certains cas, un tel actif permettrait également de limiter la contrainte d'endettement et pourrait améliorer la gouvernance de la dépense publique d'investissement. Dans le contexte actuel de taux bas et de besoins d'investissements significatifs à l'échelle de l'Union, l'Europe pourrait utiliser sa capacité d'endettement pour financer les projets pour lesquels les bénéfices économiques et sociaux attendus dépasseraient très nettement les coûts de financement (Blanchard, 2019).

2 De nombreuses propositions ont été faites au cours de la dernière décennie, souvent complexes à mettre en œuvre

Dans ce contexte, plusieurs propositions ont été émises depuis la crise pour créer un actif sûr européen, avec un degré variable de mutualisation des risques souverains nationaux.

Les propositions avec garantie commune

Des eurotitres à court terme (*eurobills*)

Un premier pas vers la création d'euro-obligations aurait pu être l'émission commune à court terme de titres par une agence de la dette européenne, telle que préconisée par Philippon et Hellwig (2011).

Cette agence aurait eu le monopole des émissions courtes de dettes et aurait racheté directement les dettes émises par chaque pays de la zone euro dans la limite de 10 % de son PIB. Les États membres auraient ainsi pu réduire la volatilité et le niveau de leur taux de court terme – à condition de satisfaire aux critères de discipline budgétaire – du fait de la responsabilité solidaire et conjointe de la zone euro⁶. Une durée à l'émission courte – jusqu'à deux ans – aurait permis d'expérimenter le dispositif et d'en sortir rapidement si les États le souhaitaient. Toutefois, les États susceptibles d'avoir le plus besoin d'une telle émission auraient

G3 *Eurobills* : mutualisation des dettes de court terme

Émission nationale Actif	Émission centralisée Passif
CT pays 1	Eurobills (eurotitres à court terme)
CT pays 2	
Obligations de long terme nationales	

Note : Les proportions sont indicatives et ne sont pas fondées sur des estimations.

Source : Banque de France.

également été ceux qui n'auraient probablement pas satisfait aux critères de discipline budgétaire, rendant une telle proposition difficile à mettre en œuvre.

Obligations rouges et bleues (*red and blue bonds*)

Une autre option consisterait à émettre des obligations dites « bleues » pour financer la dette de chaque État membre jusqu'à 60 % du PIB (critère de Maastricht), qui seraient garanties de manière conjointe contre un éventuel défaut, tandis que les États resteraient responsables de la dette « rouge » émise au-delà de ce seuil (Delpla et von Weizsäcker, 2010).

Le coût des obligations rouges devrait être plus élevé, ce qui serait une incitation à revenir sous le seuil prévu par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), mais ce coût pourrait également induire un risque d'envolée des taux en temps de crise, notamment si les obligations n'étaient plus éligibles pour les opérations de refinancement. Ce dispositif permettrait une plus grande mutualisation, mais nécessiterait une modification du traité du fait de la garantie jointe sur les obligations bleues.

Un problème récurrent lié à l'introduction d'un actif sûr européen est la transition vers un système où deux types de dettes cohabitent, avec notamment la question de la continuité des contrats de la dette obligataire déjà

⁶ Voir également la proposition de Bishop (2013) selon laquelle un fonds temporaire d'euro-obligations pourrait être créé suivant le modèle du Mécanisme européen de stabilité qui, comme confirmé par la décision Pringle de la Cour de justice de l'Union européenne (2012), ne repose pas sur une responsabilité solidaire des États membres, mais seulement sur des engagements au prorata à verser le capital callable (aucun État membre n'assume une garantie pour la dette d'autres États membres).



émise. Bini Smaghi et Marcussen (2018) ont proposé une « obligation violette » en réponse à ces problèmes. L'idée serait d'accorder un délai de vingt ans aux États membres pour réduire leur excès de dette par rapport aux critères de Maastricht, ce qui pointe le problème central de la transition vers les nouveaux mécanismes proposés.

Fonds d'amortissement des dettes souveraines (*Redemption fund*)

Le Conseil des Sages allemands a, quant à lui, proposé en 2011 (Bofinger *et al.*) un schéma presque inverse au dispositif de Delpla et von Weizsäcker : un « fonds d'amortissement » des dettes souveraines (*Redemption fund*). Ce fonds serait ici en charge de l'amortissement de la dette émise au-delà – et non en deçà – du critère de 60 % du PIB pour donner le temps aux pays de se remettre en conformité avec le cadre budgétaire commun. En contrepartie, des règles contraignantes de maîtrise de la dette devraient être mises en place au niveau national. Toutefois, la garantie jointe ne concernant que les pays dont la dette est supérieure à 60 % du PIB, le risque perçu pourrait amener les investisseurs à exiger un rendement plus élevé, d'autant plus en fin de période du fait du déclin progressif de la liquidité des obligations du fonds d'amortissement.

Ces solutions se heurtent cependant, à des degrés différents, à l'absence de préférences harmonisées des États membres sur le partage du risque souverain pour l'avenir et encore plus pour le passé. De fait, en raison de

l'article 125 du TFUE, la mutualisation des dettes souveraines nationales est actuellement impossible en Europe à traité constant. La question de la transition vers un nouveau régime de dette mutualisée semble également difficile à résoudre en l'état, et complique donc la mise en œuvre de ces solutions.

La création d'actifs sûrs sans partage du risque

Afin de dépasser le problème de la mutualisation des dettes souveraines, plusieurs propositions techniques visent à créer des actifs sûrs sans partage du risque (Leandro et Zettelmeyer, 2019). Ces propositions impliquent notamment l'émission d'obligations nationales multitranches, la création d'un actif adossé à des titres de dettes nationales (*sovereign bond-backed securities*, SBBS) ou l'émission d'une obligation commune européenne (*E-Bonds*) par un intermédiaire public.

Émission d'obligations juniors et seniors au niveau national

Le découpage en tranches des titres nationaux proposé par Wendorff et Mahle (2015) consiste à émettre plusieurs catégories de dettes au niveau national – *a minima* junior et senior – dans des proportions déterminées collectivement (cf. graphique 5). La tranche junior absorberait en priorité tout défaut de paiement. L'émission des tranches junior et senior serait effectuée par le biais d'un intermédiaire (entité publique ou privée). Les auteurs envisagent également la possibilité de pénaliser les

G4 Obligations rouges et bleues et « fonds d'amortissement » : mutualisation selon les critères de Maastricht

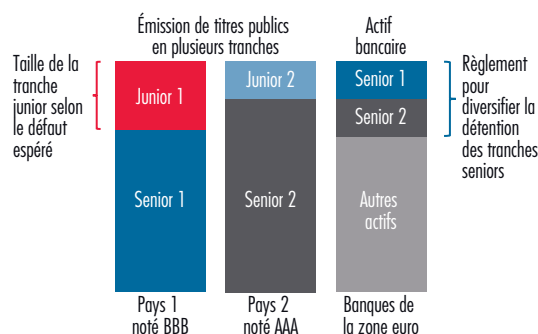
Obligations rouges et bleues		Fonds d'amortissement
Actif	Passif	
Dettes publiques > 60 % du PIB	Red bonds nationales si > 60 %	ERF ^{a)} mutualisés si > 60 %
Dettes publiques < 60 % du PIB	Blue bonds (60 % du PIB)	Obligations nationales (60 % du PIB)

a) *European Redemption Fund*.

Note : Les proportions sont indicatives et ne sont pas fondées sur des estimations.

Source : Banque de France.

G5 Titres nationaux multitranches



Note : Les proportions sont indicatives et ne sont pas fondées sur des estimations.

Source : Banque de France.



banques qui ne respecteraient pas des exigences définies de diversification dans leur détention de titres de dette souveraine nationale (par exemple en répliquant les clés de pondération en capital de la Banque centrale européenne). Dans ce dernier cas, le risque lié à la spirale de la dette « banque-souverain » serait fortement atténué, sans pour autant qu'un nouvel actif européen échangeable, sûr et homogène, soit créé. La création d'un tel actif requiert en outre l'intermédiation d'une entité, privée ou publique, en charge de l'émission.

Rachat des dettes nationales, puis émission d'obligations juniors et seniors par un intermédiaire : SBBS/ESBies

Les titres adossés à des obligations souveraines (*sovereign bond-backed securities* – SBBS – analysés par le Comité européen du risque systémique, 2018 ; précédemment *European safe bonds* – ESBies – par Brunnermeier *et al.*, 2016) reposent sur un principe de diversification et de titrisation des dettes nationales présentant différents niveaux de risque. Un intermédiaire privé ou public, comme dans la solution précédente, acquerrait les obligations sur les marchés primaires ou secondaires, dans des proportions fixées par la réglementation. Ces achats seraient financés par l'émission de titres de différents niveaux de séniorité (junior ou senior). Les revenus du portefeuille de dettes nationales serviraient à financer, dans l'ordre, le service des obligations seniors et juniors au passif (cf. graphique 6). En cas de défaut d'une partie du portefeuille, les pertes seraient d'abord absorbées par les détenteurs d'obligations juniors. Ainsi, plus la

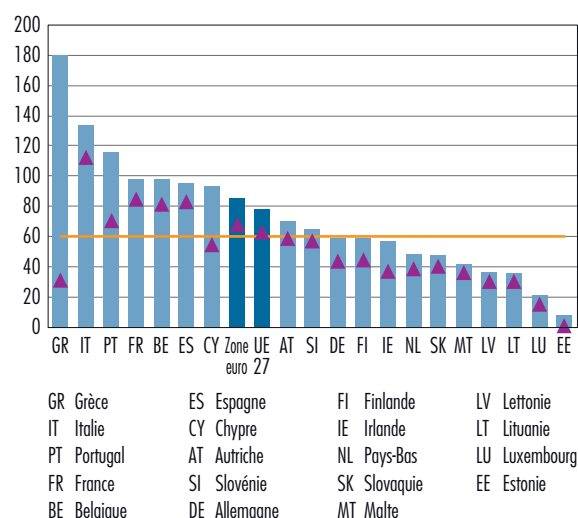
tranche junior serait large, plus la tranche senior serait sûre. Pour accepter ce risque, les détenteurs de titres juniors devraient exiger en retour un rendement plus élevé. Ainsi, pour atteindre un niveau de risque similaire au taux de perte espéré d'un titre allemand à cinq ans, la tranche senior devrait représenter 70% des émissions au passif (Brunnermeier *et al.*, 2017). La mise en œuvre de cette proposition nécessite toutefois de résoudre un certain nombre de difficultés liées notamment à sa complexité et à sa perception par le marché.

Tout d'abord, un actif titrisé implique **une plus grande complexité** et exige des investisseurs le suivi d'un large panel de pays pour déterminer l'exposition au risque. Par ailleurs, **un risque de recomposition** existe en cas de forte réduction de la dette nationale (ou même de défaut) d'un des pays composant le portefeuille d'obligations adossées, obligeant à réduire l'offre d'actifs sûrs ou à en revoir la composition. Certains pays de la zone euro ne pourraient pas ainsi être directement intégrés à un actif synthétique du fait de leurs faibles émissions obligataires (cf. graphique 7).

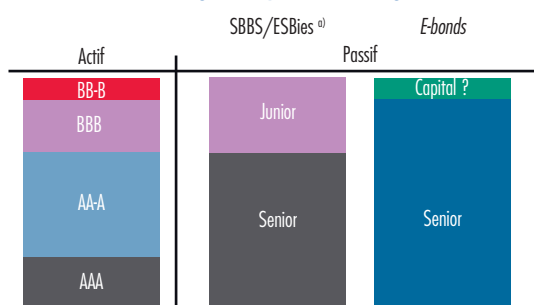
G7 Niveau des émissions de dettes obligataires de l'administration publique dans l'Union européenne en 2019

(en %)

■ Dette totale (brute consolidée)
▲ Titres de créances
— Critère de Maastricht ^{a)}



G6 SBBS et E-bonds : obligations juniors vs obligations seniors



a) SBBS, titres adossés à des obligations souveraines (*sovereign bond-backed securities*, précédemment *European safe bonds* – ESBies).

Note : Les proportions sont indicatives et ne sont pas fondées sur des estimations.

Source : Banque de France.

a) Critère de convergence du traité de Maastricht : dette publique limitée à 60% du PIB.

Lecture : La titrisation lie l'offre d'actifs sûrs au niveau des émissions de dettes obligataires par les États membres.

Source : Eurostat.



Plusieurs préoccupations supplémentaires demeurent, concernant surtout le coût de titrisation (par exemple le risque de stockage, ou *warehousing risk*), l'attractivité des tranches les plus risquées ou encore leur impact sur la liquidité des marchés de la dette, notamment en situation de crise (De Grauwe et Ji, 2018). Bien qu'elles visent à rendre les actifs plus liquides, ces propositions fondées sur la titrisation pourraient en effet produire l'effet inverse, car elles impliquent une compartimentation du marché de la dette et une réduction du volume d'émissions destinées aux marchés (Leandro et Zettelmeyer, 2018). L'incertitude quant au traitement prudentiel de tels actifs titrisés pèserait probablement aussi sur la prime de risque, même si cet effet ne serait que temporaire. Ces risques rendent incertaine la viabilité d'actifs sûrs synthétiques et il paraît nécessaire de mieux les prendre en compte dans les études d'impact sur le coût d'emprunt associé (cf. graphique 8).

E-bonds

Proposés par Monti (2010) et Juncker et Tremonti (2010) durant la crise de la zone euro, les *E-bonds* ont été de nouveau analysés par Giudice *et al.* (2019). Le principe des *E-bonds* consiste à émettre des titres adossés à des prêts accordés par une institution publique, nouvelle ou existante, comme le Mécanisme européen de stabilité (MES). Dans ce cas, la séniorité s'appliquerait à l'ensemble des obligations émises pour financer les prêts aux gouvernements nationaux puisque l'intermédiaire public bénéficierait d'un statut senior par rapport aux autres créanciers. Afin d'augmenter encore la sûreté des *E-bonds*, l'intermédiaire pourrait

être doté d'un capital pour absorber d'éventuelles pertes (cf. graphique 6 *supra*). Cette proposition permet de créer des titres plus homogènes présentant une meilleure liquidité sur les marchés. Toutefois, le statut préférentiel accordé à l'intermédiaire exigerait des changements légaux importants pour établir la séniorité des *E-bonds* et la subordination des autres contrats.

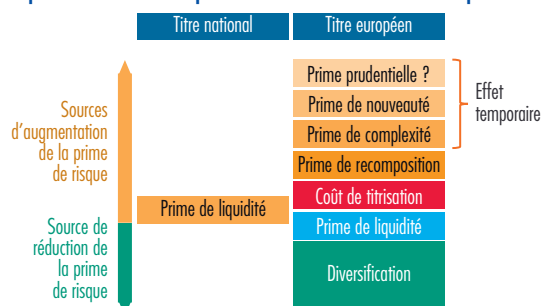
À ce jour, aucune solution fondée sur la titrisation n'a emporté l'adhésion. Si elle n'implique pas de partage du risque direct, une garantie souveraine implicite demeure en cas de défaut de l'émetteur privé. En combinant des bénéfices incertains et une faible attractivité, tant pour les émetteurs que pour les marchés, **ces solutions pourraient donc s'avérer moins utiles que les obligations souveraines existantes comme actifs sûrs**.

3 L'horizon d'un actif sûr européen est désormais celui d'une capacité d'emprunt commune pour répondre aux défis collectifs

Les travaux techniques sur un actif sûr européen méritent d'être poursuivis. Toutefois, les mesures adoptées à l'échelle de l'UE en réaction à la crise Covid-19 changent la donne dans le paysage obligataire. Elles apportent un nouvel éclairage aux débats sur la création d'un actif sûr européen, et pourraient servir de référence si les États membres le souhaitent.

Tout d'abord, le paquet de mesures adopté par l'Eurogroupe le 9 avril 2020 contribue à renforcer le stock d'actifs sûrs supranationaux en Europe. Le programme d'emprunt SURE de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (*Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), d'un montant total de 100 milliards d'euros, marque un premier tournant pour la Commission européenne. Si celle-ci a déjà eu recours à l'emprunt par le passé, les montants en jeu restaient relativement limités. Par ailleurs, la mise en place par le MES d'une ligne de crédit d'aide face à la pandémie (*Pandemic Crisis Support*), pour un montant total pouvant atteindre 240 milliards d'euros, tout comme le renforcement de l'activité de la BEI à travers un fonds de garantie de 25 milliards d'euros pourraient mener à de nouvelles émissions de ces deux institutions pour financer les prêts qui en découleraient⁷.

G8 Impact d'un actif sûr par titrisation sur le coût d'emprunt



Note : Les proportions sont indicatives et ne sont pas fondées sur des estimations.

Source : Banque de France.

⁷ Les statuts de la BEI lui permettent d'accorder prêts et garanties dans la limite de 250 % de son capital (article 16, alinéa 5 des statuts).



Stock d'actifs sûrs supranationaux

(montant en milliards d'euros, variation en %)

	2019	À partir de 2020 ^{a)}	Variation
UE/BEI	488	1 355	+ 177
MES/FESF	304	548	+ 80
Total supranational	792	1 902	+ 140
AAA/Aaa national (UE27)	1 897	–	–

a) Montants maximaux si l'ensemble des prêts et des subventions sont distribués.

Lecture : Le stock d'actifs sûrs supranationaux pourrait plus que doubler après 2020.

Sources : Commission européenne, Banque européenne d'investissement, Mécanisme européen de stabilité.

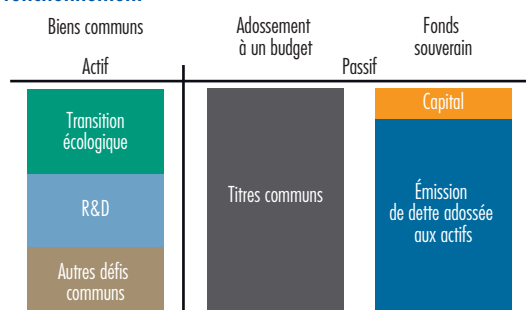
Ce tournant dans l'émission de dette pour faire face aux défis collectifs a pris une nouvelle dimension à la suite de l'accord du Conseil européen du 21 juillet 2020, qui a entériné le principe d'un emprunt commun au niveau de l'UE pour financer les 750 milliards d'euros du plan de relance *Next Generation EU*. Cet emprunt sera remboursé sur trente ans à partir de 2028. Si les sommes prévues pour les programmes *Next Generation EU* et SURE étaient entièrement utilisées, le stock d'actifs souverains européens supranationaux pourrait plus que doubler au cours des prochaines années (cf. tableau *supra*).

Toutefois, *Next Generation EU* comme SURE sont des programmes par définition temporaires liés à la crise Covid-19. Les montants finalement utilisés dépendront du recours ou non aux différentes composantes du plan de relance de l'UE, notamment en ce qui concerne les prêts aux États membres.

Ce plan de relance n'en constitue pas moins un premier pas historique pour l'UE. Le succès des premières émissions obligataires SURE par la Commission à l'automne 2020 semble par ailleurs démontrer l'appétit des investisseurs pour ce type d'actifs sûrs supranationaux (précédemment étudié : BCE, 2020).

À plus long terme, et si les autorités politiques européennes le souhaitent, la **création d'une capacité d'émission pérenne, adossée à un budget de la zone euro ou de l'UE et à des recettes fiscales**, pourrait être envisagée (cf. graphique 9). Pour Blanchard (2019), un budget financé par des titres communs demeure l'élément clé manquant de l'architecture financière européenne. De manière alternative, cette dette pourrait également être émise par **un fonds souverain européen** permettant de financer les nombreux défis communs

G9 Dette adossée à un budget ou fonds souverain européen : fonctionnement



Note : Les proportions sont indicatives et ne sont pas fondées sur des estimations.

Source : Banque de France.

auxquels la zone euro est confrontée, comme en matière de transition écologique ou d'innovation.

Dans le cas d'un adossement au budget de l'UE, le remboursement se ferait par le budget, comme prévu actuellement pour *Next Generation EU*, mais cela nécessiterait probablement une révision des traités pour ancrer son caractère permanent, et non plus temporaire. Dans le cas d'un fonds de la zone euro visant à financer des prêts, il pourrait fonctionner sur le modèle du MES ou de la BEI en étant doté d'un capital callable fourni par les États membres. Si le MES ou la BEI étaient choisis pour une telle mission, une modification du traité à l'origine du MES ou des statuts de la BEI ainsi qu'un renforcement de leur capital seraient alors nécessaires.

Dans ce cadre, une dette commune pérenne représente un projet politique ambitieux, qui impliquerait des changements majeurs pour l'architecture financière européenne. Elle paraît néanmoins rester la solution de long terme la plus cohérente d'un point de vue économique pour faire face à des besoins d'investissement publics communs. Selon Leandro et Zettelmeyer (2018), une capacité d'emprunt adossée à un budget commun permettrait ainsi de générer le plus grand volume d'actifs sûrs avec les plus faibles effets secondaires négatifs.

En définitive, ce choix reviendra d'abord aux autorités politiques. Enfin, quelle que soit la voie choisie, l'offre d'actifs sûrs en euros continuera de nécessiter une gestion saine des finances publiques nationales pour préserver la capacité de remboursement – les dettes nationales et supranationales reposant *in fine* sur les mêmes contribuables – et pour améliorer la qualité du stock de dettes existant.



Bibliographie

Banque centrale européenne (2019)
Financial Stability Review, novembre.

Banque centrale européenne (2020)
« Special feature B: how could a common safe asset contribute to financial stability and financial integration in the banking union? », *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, mars.

Banque de France (2012)
« La crise de la dette souveraine », *Documents et débats*, n° 4, mai.
[Télécharger le document](#)

Bini Smaghi (L.) et Marcussen (M.) (2018)
« Strengthening the euro area architecture: a proposal for purple bonds », *SUERF Policy Note*, n° 35, mai.

Bishop (G.) (2013)
« Bolstering the still-fragile euro: a plan for a temporary eurobill fund », Graham Bishop.

Blanchard (O.) (2019)
« Public debt: fiscal and welfare costs in a time of low interest rates », *Policy Brief*, n° 19-2, Peterson Institute for International Economics, février.

Bofinger (P.), Feld (L.), Franz (W.), Schmidt (C.) et Weder di Mauro (B.) (2011)
A European Redemption Pact, VoxEU, novembre.

Brunnermeier (M. K.), Langfield (S.), Pagano (M.), Reis (R.), Van Nieuwerburgh (S.) et Vayanos (D.) (2017)
« ESBies: safety in the tranches », *Economic Policy*, vol. 32, n° 90, avril, p. 175-219.

Coeuré (B.) (2019)
« The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective », discours au Conseil des relations internationales, New York.

Comité européen du risque systémique (2018)
Sovereign bond-backed securities: a feasibility study, ESRB high-level task force on safe assets, janvier.

De Grauwe (P.) et Ji (Y.) (2018)
« How safe is a safe asset? », *CEPS Policy Insight*, n° 2018-08, février.

Delpla (J.) et von Weizsäcker (J.) (2010)
« The blue bond proposal », *Bruegel Policy Brief*, n° 2010/3, mai.

Giudice (G.), de Manuel Aramendia (M.), Kontolemis (Z.) et Monteiro (D. P.) (2019)
« A European safe asset to complement national government bonds », *MPRA Paper*, n° 95748, août.

Golec (P.) et Perotti (E.) (2017)
« Safe assets: a review », *Working Paper Series*, n° 2035, BCE, mars.

Grandia (R.), Hänling (P.), Lo Russo (M.) et Åberg (P.) (2019)
« Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area », *Occasional Paper Series*, n° 218, BCE, février.

Juncker (J.-C.) et Tremonti (G.) (2010)
« E-bonds would end the crisis », *Financial Times*, décembre.

Leandro (Á.) et Zettelmeyer (J.) (2018)
« The search for a euro area safe asset », *Working Paper*, n° 18-3, Peterson Institute for International Economics, révisé en février 2019.

Leandro (Á.) et Zettelmeyer (J.) (2019)
« Creating a euro area safe asset without mutualizing risk (much) », *Working Paper*, n° 19-14, Peterson Institute for International Economics, août.



Monti (M.) (2010)

A New Strategy for the Single Market: at the Service of Europe's Economy and Society, report to the President of the European Commission, mai.

Philippon (T.) et Hellwig (C) (2011)

Eurobills, not Eurobonds, VoxEU, décembre.

Villeroy de Galhau (F.) (2019)

« Comment développer un "Eurosystème financier" post-Brexit », discours au séminaire de haut niveau Eurofi, avril.

Wendorff (K.) et Mahle (A.) (2015)

« Staatsanleihen neu ausgestalten – für eine stabilitätsorientierte Währungsunion », *Wirtschaftsdienst*, vol. 95, n° 9, p. 604-608.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Didier Névonnin

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

