

THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,
Global Views

Avant même son déploiement, le NGEU a joué un rôle-clé dans l'apaisement des tensions politiques entre pays de l'UE et même, indirectement, dans la réponse budgétaire à la crise du Covid

Le NGEU est (presque) prêt à être déployé : l'UE a fait sa part, aux États de jouer

En aboutissant à la création du NGEU, la crise du COVID a fait franchir à la construction européenne une étape importante. Les montants engagés sont de taille à jouer un rôle décisif, à la fois pour accélérer la reprise cyclique (surtout dans les pays dits « périphériques ») et pour améliorer l'offre, mais leur absorption rapide et productive par les États constituera un défi majeur.

Le lancement du fonds de relance européen NGEU (Next Generation EU) est une étape importante pour l'Europe pour au moins trois raisons :

1. du point de vue cyclique, le NGEU mobilise des montants importants afin de soutenir la demande et d'accélérer la reprise dans l'immédiat après-Covid, en particulier dans les pays dits « périphériques » davantage touchés par la crise et menacés d'un décrochage supplémentaire par rapport aux pays dits « cœur ».
2. d'un point de vue structurel, il constitue un puissant moyen d'associer investissement public et réformes pour améliorer l'offre et donc la croissance potentielle.
3. il représente une avancée majeure en termes de solidarité budgétaire européenne, via les principes d'endettement au nom de l'UE (permettant au passage la création d'un « actif sans risque » européen pour un montant très significatif) et de distribution de subventions non proportionnelles aux PIB des États membres.

L'accord qui a scellé la création du fond, en juillet 2020, a permis

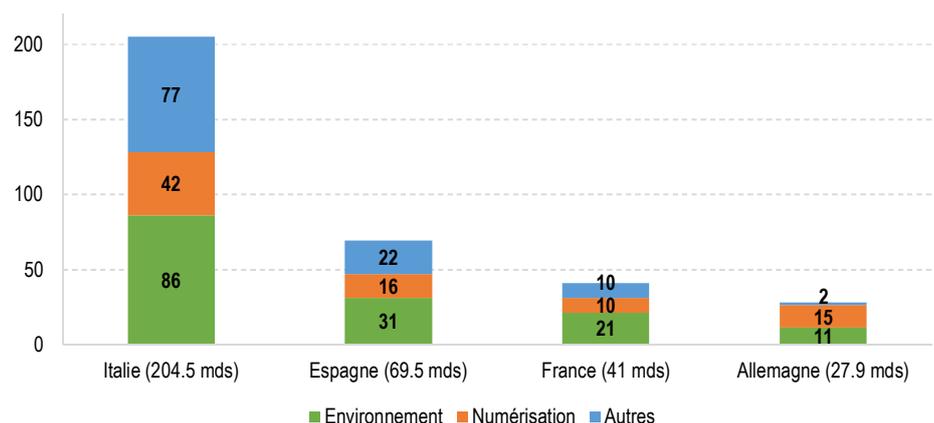
d'apaiser les tensions qui avaient opposé l'Italie aux autres pays de l'UE au début de la crise du Covid.

Cette accalmie politique, à la fois par elle-même et en facilitant la tâche de la BCE, a conduit à un resserrement tangible des *spreads* souverains de certains États membres. Par ce biais, avant même d'être déployé, le NGEU a déjà, indirectement, aidé ces États à financer leurs propres mesures budgétaires de réponse immédiate à la crise.

Notons à ce propos que le NGEU est davantage comparable aux plans d'infrastructures annoncés, mais non encore approuvés, par l'Administration Biden qu'aux mesures budgétaires anti-crise déjà déployés aux États-Unis.

L'équivalent de ces dernières a en effet été, en Europe, essentiellement le fait des États, dont les budgets ont été massivement mis à contribution depuis le T1 2020 pour maintenir le revenu des ménages et garantir la liquidité des entreprises (en plus du soutien procuré par la BCE, l'UE a tout de même agi en desserrant ses contraintes réglementaires et en mettant en place des programmes d'importance moindre que le NGEU).

1/NGEU : allocation des investissements 4 principaux pays de la zone euro (mds €)



Source : Estimations Bruegel, Recherche Amundi. Données mai 2021

THÉMATIQUE

Le principal défi sera l'absorption rapide et efficace des fonds par les États, qui n'ont pas toujours brillé en la matière

Le NGEU est à présent en passe d'être déployé. Certains pays n'ont toujours pas présenté leurs plans d'investissement et de réformes, mais les 4 principaux États-membres, ainsi que d'autres pays très bénéficiaires comme le Portugal et la Grèce, l'ont bien fait à la date prévue (quoique non contraignante) du 30 avril. Par ailleurs, les pays qui n'avaient pas encore ratifié le principe dit « des ressources propres » (permettant l'endettement au nom de l'UE), l'ont finalement fait fin mai. Dans le cas improbable ou cette approbation ne pourrait être obtenue dans un ou plusieurs pays, des mécanismes de contournement peuvent être envisagés pour mettre tout de même en œuvre le NGEU dans le reste de l'UE. Aussi, les premières émissions de dettes pourraient avoir lieu dès juin, les versements aux États étant réalisés à partir de juillet, calendrier qui aurait paru très ambitieux il y a encore quelques semaines.

Sur le papier, les projets proposés par les principaux États sont conformes aux attentes de la Commission. Les réformes auxquelles s'engagent les États répondent aux recommandations de cette dernière, notamment telles que formulées dans le cadre du processus dit « Semestre Européen » (d'autant plus qu'en 2020 les préconisations de lutte anti-Covid y ont en partie remplacé les demandes habituelles de réformes structurelles). Les programmes d'investissement semblent également respecter, dans l'ensemble, les préconisations européennes (notamment les 37 % obligatoires consacrés à l'environnement et les 20 % à la numérisation), sachant que les comparaisons des montants par pays sont rendues difficiles par la présence de plans de relance nationaux aux côtés du NGEU dans certains d'entre eux (ces plans sont plus importants que le NGEU en Allemagne et en France, moins importants en Italie, l'Espagne ne prévoyant pas, à ce jour, de plan s'ajoutant au NGEU). Si la Commission va sans doute demander quelques précisions (notamment concernant les mécanismes de suivi des projets), il est probable que son feu vert initial ne posera pas de grandes difficultés.

Le principal défi de moyen terme réside dans la capacité des États à absorber les fonds. L'expérience passée des plans d'investissement européen (le plan Juncker, par exemple) montre qu'il s'agit là d'une réelle difficulté. Le Think Tank Bruegel Institute, dont les conclusions ont été récemment reprises dans la *Financial Stability Review* de la BCE¹, a ainsi relevé que plusieurs pays de l'UE (notamment l'Italie et l'Espagne, les deux plus gros bénéficiaires du NGEU) ont eu du mal, au cours des dernières années, à utiliser dans les temps prévus les montants mis par l'UE à leur disposition, des sommes pourtant inférieures à celles apportées par le NGEU. D'une façon générale, l'investissement public, théoriquement porteur d'importants effets multiplicateurs sur le PIB, est toujours susceptible d'être ralenti ou dénaturé par d'importants freins bureaucratiques, voire par l'opposition de groupes d'intérêts que certains projets pourraient déranger.

L'équilibre entre les deux grandes missions économiques du NGEU (soutien conjoncturel à la demande et amélioration structurelle de l'offre) pourrait également évoluer au fil du temps. Alors que de nombreux secteurs des services commencent à peine à être ré-ouverts en Europe après les restrictions anti-Covid, la visibilité reste faible sur le temps qu'il faudra à l'économie pour se normaliser (ou du moins, pour combler l'*output gap*) et donc sur la nécessité d'un soutien budgétaire massif et prolongé à la demande. En fonction de l'état observé de l'économie d'ici quelques mois, il pourrait être jugé opportun de réorienter certaines dépenses dans cette direction ou, au contraire, de mettre l'accent sur l'offre et la compétitivité à long terme, les programmes servant le mieux ces deux types d'objectifs n'étant pas forcément les mêmes. L'utilité de déployer un nouveau plan européen (appelé de leurs vœux par certains économistes, et suggéré par le Président français), ainsi que ses objectifs, devront également être évalués à cette aune.

¹ *Will EU countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?*, Zsolt Darvas, Bruegel, 24 septembre 2020. Mentionné dans la *Financial Stability Review* de la BCE, Mai 2021.

THÉMATIQUE

Dans l'ensemble, le NGEU, puissant dispositif dont la mise en place n'a, au final, pas été si longue, constitue une réponse adéquate aux contraintes de ressources qui, pouvaient obérer les capacités d'investissement public dans certains États membres. La balle est à présent dans le camp des États, qui devront faire la preuve que les véritables freins à l'investissement ne sont pas de leur côté, dans les lourdeurs de leurs

bureaucraties et de leurs processus de décision interne. La réussite, ou l'échec, de ces programmes d'investissement, et des réformes qui doivent les accompagner, constituera un important précédent dont ne manqueront pas de se saisir les tenants, ou les opposants, d'une solidarité budgétaire accrue au sein de l'UE.

Achévé de rédiger le 24 mai 2021

Rappel concernant le NGEU

- L'enveloppe totale du NGEU est de 806.9 mds € en prix courants (750 mds € en prix de 2018, soit environ 5 % du PIB de l'UE) à déboursier entre 2021 et 2026. 70 % des montants devraient être engagés (pas forcément déboursés) entre 2021 et 2022, les 30 % restants en 2023.
- Ce montant se répartit entre 723,8 mds € pour le programme *Recovery and Resilience Facility* de prêts (385,8 mds €) et de subventions (338 mds €) aux États. 83,1 mds € sont également apportés en soutien à d'autres programmes européens.
- Les deux principaux pays bénéficiaires sont l'Italie (environ 200 mds €, soit 11 % du PIB) et l'Espagne (environ 150 mds, soit 12 % du PIB). Pour l'heure, alors que l'Italie a officiellement demandé l'ensemble de ces montants, l'Espagne n'a requis que les subventions, remettant à plus tard sa décision concernant les prêts.
- Au vu des délais d'approbation par la Commission et le Conseil européens, les premiers montants (pour les pays ayant proposé leurs plans de réformes et d'investissement) pourraient être déboursés, au plus tôt, début juillet.
- Les pays bénéficiaires pourront demander un préfinancement de 13 % de l'ensemble de leurs programmes dès 2021.
- Pour financer le programme, l'UE s'endettera en son nom propre, les remboursements étant prévus entre 2028 et 2058.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - PM Images

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégie Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit