COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 2.3.2018
COM(2018) 84 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU CONSEIL

concernant la cinquième réévaluation annuelle des lignes directrices financières pluriannuelles pour la gestion des avoirs de la CECA en liquidation et, après clôture de la liquidation, des avoirs du Fonds de recherche du charbon et l'acier

Introduction

À la suite de l'expiration du traité CECA en 2002, les États membres ont décidé de transférer les éléments du patrimoine actif et passif à la Communauté européenne (désormais l'UE), mais de les maintenir en dehors du budget général (protocole[1] relatif aux conséquences financières de l'expiration du traité CECA, annexé au traité de Nice). La Commission est chargée de la liquidation ordonnée des dettes de la CECA et de l'investissement des actifs existants sur les marchés des capitaux, afin de générer des recettes pour le financement de la recherche dans les secteurs de l'industrie du charbon et de l'acier par l'intermédiaire du Fonds de recherche du charbon et de l'acier (FRCA). Après la fin de la procédure de liquidation (qui se clôturera en 2027), ce patrimoine sera dénommé «Avoirs du Fonds de recherche du charbon et de l'acier».

Le 1er février 2003[2], le Conseil a adopté trois décisions nécessaires à la mise en œuvre du protocole, à savoir une décision générale (2003/76/CE)[3] et des décisions établissant des lignes directrices pour la gestion des avoirs (2003/77/CE)[4] et pour le programme de recherche FRCA (2003/78/CE, remplacée par la décision 2008/376/CE)[5].

Conformément à l'article 2 de la décision 2003/77/CE du Conseil, la Commission réévalue le fonctionnement et l'efficacité des lignes directrices financières pour la gestion des avoirs de la CECA en liquidation (les «lignes directrices financières»)[6] tous les cinq ans et propose toute modification utile. La dernière évaluation a fait l'objet d'un rapport en 2012 et aucune modification n'a été proposée. Un nouveau rapport quinquennal est à présent requis.

Bilan des lignes directrices financières pour la période de cinq ans comprise entre 2012 et 2017

Conformément à la décision 2003/77/CE du Conseil, modifiée par la décision 2008/750/CE[7] du Conseil, la Commission gère les actifs de la CECA en liquidation «de manière à garantir la disponibilité des fonds en cas de besoin tout en obtenant le rendement le plus élevé possible et tout en conservant un haut degré de sécurité et de stabilité à long terme.» (*point 3 de l'annexe de la décision 2003/77/CE du Conseil*)

Compte tenu de ces objectifs, les lignes directrices financières ont initialement produit de bons résultats pendant les cinq ans de la période comprise entre 2012 et 2017. Cependant, en

---

1 Protocole nº 37 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, relatif aux conséquences financières de l'expiration du traité CECA et au Fonds de recherche du charbon et de l'acier.

2 JO L 29 du 5.2.2003, p. 22.

3 Décision 2003/76/CE du Conseil du 1er février 2003 fixant les dispositions nécessaires à la mise en œuvre du protocole, annexé au traité instituant la Communauté européenne, relatif aux conséquences financières de l'expiration du traité CECA et au Fonds de recherche du charbon et de l'acier (JO L 29 du 5.2.2003, p. 22).

4 Décision 2003/77/CE du Conseil du 1er février 2003 fixant les lignes directrices financières pluriannuelles pour la gestion des avoirs de la CECA en liquidation et, après clôture de la liquidation, des avoirs du Fonds de recherche du charbon et de l'acier (JO L 29, p. 25), modifiée par la décision 2008/750/CE du Conseil du 15 septembre 2008 (JO L 255, p. 28).

5 Décision 2003/78/CE du Conseil du 1er février 2003 fixant les lignes directrices techniques pluriannuelles pour le programme de recherche du Fonds de recherche du charbon et de l'acier (JO L 29, p. 25), remplacée par la décision 2008/376/CE du Conseil du 29 avril 2008 (JO L 130, p. 7).

6 Également appelées lignes directrices pour la gestion des actifs.

7 JO L 255 du 23.9.2008, p. 28.

raison de la persistance de faibles taux d'intérêt, elles semblent à présent trop restrictives pour constituer une base efficace pour un cadre de gestion d'actifs prudente[8] qui produise des résultats satisfaisants. Compte tenu de ces éléments, il apparaît approprié d'étendre la sphère des investissements admissibles afin de permettre une diversification du portefeuille. Sur la base des données historiques, une telle mesure pourrait augmenter le rendement prévisionnel à long terme, même s'il n'est pas garanti que cela permette d'augmenter les rendements observés, notamment sur des périodes à court et à moyen terme.

Si l'on étudie les conditions du marché, celles-ci ont été très difficiles depuis 2012, en raison du contexte de rendements faibles prévalant sur les marchés d'euro-obligations, principalement dus à une croissance économique en berne et à la faiblesse de l'inflation. La politique monétaire accommodante de la BCE, et en particulier ses programmes d'achat d'obligations qui ont débuté en 2015, a également renforcé cette tendance. Par conséquent, les rendements ont à présent atteint des niveaux historiquement bas, voire négatifs. L'incertitude politique a également eu des répercussions sur les marchés financiers et entraîné une série de turbulences et une certaine volatilité. Citons, comme exemples récents, la crise grecque et le référendum britannique sur l'appartenance à l'Union européenne.

Dans ce contexte, les résultats enregistrés depuis le dernier réexamen en 2012 ont été positifs: des montants ont été déboursés en fonction des demandes de la DG RTD et, de plus, le rendement du portefeuille a été satisfaisant, compte tenu des conditions du marché et des lignes directrices d'investissement prudentes. Plus précisément, au cours de la période comprise entre le 1er juillet 2012 et le 31 décembre 2016, le portefeuille a produit un rendement cumulé de + 8,3 %. De plus amples détails figurent dans les rapports annuels de la CECA ainsi que dans l'annexe au rapport, qui comporte également la composition du portefeuille au mois de décembre 2016 (voir aussi l'annexe I du présent rapport)[9].

La taille du portefeuille a légèrement diminué au cours de cette période de cinq ans, étant donné que le rendement total et les nouvelles contributions reçues n'ont pas permis de compenser les sorties de trésorerie cumulées de 216,4 millions EUR[10] versées à la DG RTD et affectées au financement de la recherche dans les secteurs liés à l'industrie du charbon et de l'acier[11]. Dans l'ensemble, la valeur de marché totale du portefeuille au 31 décembre 2016 s'élevait à 1,69 milliard EUR, contre 1,74 milliard EUR au 30 juin 2012, soit une baisse d'environ 2,8 %.

Malgré la performance relativement bonne du portefeuille CECA par rapport à des points de référence pertinents, les recettes affectées au financement de projets de recherche dans les secteurs du charbon et de l'acier ont diminué au cours des dernières années. Cette diminution est due principalement au contexte actuel caractérisé par la faiblesse des taux d'intérêt. Cela a entraîné une baisse significative des rendements et eu une incidence négative sur les recettes

---

8 Notons que l'activité de gestion d'actifs est soumise au contrôle d'une fonction spécifique de gestion des risques, qui veille au respect du cadre de gestion des risques interne de la Commission. En outre, les systèmes et procédures de gestion des risques et des actifs sont régulièrement soumis à des audits internes et externes et sont également contrôlés par la Cour des comptes européenne. Aucune question importante concernant la gestion des fonds n'a été soulevée.

9 Le dernier rapport en date est le «rapport financier de la Communauté européenne du charbon et de l'acier en liquidation (CECA en liquidation) au 31 décembre 2016», (C(2017) 5870).

10 Les montants mis à la disposition de la DG RTD se fondent sur les données comptables soumises à un mécanisme de «lissage» qui implique qu'en période de baisse des rendements/coupons, les sorties peuvent dépasser le rendement du portefeuille.

11 Comme prévu dans la décision 2003/77/CE du Conseil.

du portefeuille qui ont pu être mises à la disposition du Fonds de recherche du charbon et de l'acier.

Motifs de changement et propositions concernant les lignes directrices financières

Contexte

À la fin de l'année 2016, le rendement du portefeuille depuis l'adoption de la décision 2003/77/CE du Conseil a été satisfaisant, compte tenu des lignes directrices prudentes en matière d'investissement. Cependant, au cours des dernières années, les conditions du marché ont considérablement évolué. En ce qui concerne l'avenir, la conjoncture des marchés financiers en général, et des marchés d'euro-obligations en particulier, est devenue encore plus difficile, en raison de rendements fortement négatifs (en particulier pour les titres d'émetteurs bénéficiant de la qualité de crédit la plus élevée), d'une forte probabilité de matérialisation du risque de taux d'intérêt[12] et d'une réduction nette de la liquidité (en particulier en matière de titres disponibles à la vente) — augmentant les probabilités que des rendements très faibles, voire négatifs, se poursuivent.

Pour l'instant, les deux principales hypothèses de travail sont (1) que le portefeuille CECA est caractérisé par un horizon d'investissement à long terme et (2) qu'il comporte relativement peu de passifs significatifs et n'est donc pas soumis à des sorties de liquidités considérables. Sur cette base, il est proposé d'élargir le champ des investissements potentiels permis par les lignes directrices financières afin d'atténuer, dans la mesure du possible, les effets de rendements faibles ou négatifs et de renforcer la diversification et la résilience du portefeuille. Plusieurs propositions sont exposées ci-dessous. Ces possibilités d'investissement élargies doivent être mises en œuvre d'une manière compatible avec la préservation du capital dans une optique à long terme et les objectifs de stabilité du mandat, tout en renforçant le rendement prévisionnel du portefeuille.

Les propositions de modification des lignes directrices financières élargiraient l'éventail des possibilités d'investissements admissibles en termes d'actifs/instruments disponibles, ainsi que les combinaisons possibles d'expositions aux risques (par exemple, les risques de taux d'intérêt et de crédit ou même certaines formes variées de risques du marché des capitaux propres). De nouvelles possibilités d'investissement permettraient une gestion plus efficace du portefeuille (en matière de diversification et de rapport risque-rendement), ainsi qu'une hausse des rendements attendus sur le long terme.

Il est entendu que, sur le court à moyen terme, ces propositions pourraient, en fonction des conditions du marché, augmenter la volatilité du portefeuille et produire des résultats négatifs pour de courtes périodes en cas de conditions inhabituelles ou fortuites sur le marché.

D'une manière générale, la gestion d'actifs comporte un risque d'investissement qui ne peut pas être totalement éliminé, et la rentabilité des investissements peut être positive ou négative. Pendant les périodes caractérisées par de très faibles taux d'intérêt et durant

[12] Compte tenu du contexte caractérisé par des rendements très faibles, le risque d'une hausse des taux d'intérêt devrait rester élevé dans un avenir prévisible. Par exemple, si les banques centrales commencent à normaliser la politique monétaire de manière agressive en cas de hausse de l'inflation, la valeur de marché des titres à revenu fixe diminuera.

lesquelles des hausses des taux au cours des années successives sont probables, accepter un plus grand risque/une plus grande volatilité est la seule manière d'améliorer le rendement prévisionnel. Toutefois, en raison de la nature des investissements et de l'évolution des conditions de marché et des taux d'intérêt, même les actifs les plus sûrs et les plus liquides peuvent entraîner des rendements négatifs[13].

Lignes directrices financières actuelles

Les lignes directrices financières actuelles suivent une approche relativement prudente. Cela se reflète, par exemple, dans les montants à limite stricte absolue (par exemple, 250 millions EUR au maximum par État membre de l'UE), les notations de crédit élevées (par exemple, notation de crédit AA au minimum, à l'exception des États membres de l'UE et des institutions de l'UE) ainsi que dans les restrictions concernant la maturité (par exemple, maximum dix ans et demi après l'achat).

Les restrictions actuelles excluent un large éventail d'actifs financiers des investissements envisageables pour le portefeuille CECA. Par exemple:

- les restrictions de notation excluent la quasi-totalité des marchés des obligations d'entreprises et des obligations financières. L'exposition à ces types de valeurs pourrait offrir une diversification et des rendements plus élevés, qui pourraient s'avérer utiles pour atténuer les effets de taux négatifs à court terme[14] dans le contexte actuel;
- des arguments analogues peuvent être avancés en ce qui concerne les limites de maturité. ces limites empêchent les investissements dans des obligations à long terme qui pourraient procurer des avantages similaires[15]. Une modification de ces restrictions permettrait de diversifier les allocations d'actifs avec, à la clé, des rendements prévisionnels du portefeuille plus élevés, tout en maintenant le risque global de portefeuille à des niveaux similaires aux niveaux actuels grâce à des effets de corrélation négative;
- les lignes directrices actuelles en matière d'investissement excluent également un certain nombre de catégories d'actifs et de techniques de gestion des risques.

Par conséquent, nous recommandons une modification des lignes directrices actuelles afin de permettre le développement de l'ensemble des possibilités d'investissement en étendant les limites d'investissement, en incluant de nouvelles catégories d'actifs qui devraient permettre au portefeuille CECA de générer des rendements corrigés du risque plus élevés sur le long terme. Ces modifications seraient compatibles avec les exigences prévues par l'article 2, paragraphe 1, de la décision 2003/76/CE du Conseil.

Modifications proposées des lignes directrices financières

[13] Au moment de la rédaction du présent rapport, le taux d'intérêt des obligations allemandes à deux ans, par exemple, se situe presque à **moins** 0,75 % par an (l'obligation allemande à dix ans ne propose que des taux d'intérêt d'environ + 0,4 % par an).

[14] Le point D ci-dessous expose une méthode plus élaborée pour la gestion du risque de taux d'intérêt/de la duration.

[15] Les obligations à long terme présentent en outre l'avantage d'une convexité plus élevée; en termes simples, leur valeur de marché augmente davantage, pour une réduction des taux donnée, par rapport aux pertes résultant d'une augmentation des taux équivalente.

A. Ajuster les limites absolues, les évaluations du crédit et les limitations de maturité

Il est proposé d'adopter une approche plus dynamique en ce qui concerne les aspects techniques de mise en œuvre des lignes directrices qui nécessitent une certaine souplesse (telles que la détermination des limites en matière de risques, de maturité et de concentration).

Cette approche permettrait de les ajuster plus régulièrement et précisément à l'évolution des conditions du marché. Elle s'appuierait sur les récentes lignes directrices adoptées pour le fonds de garantie du Fonds européen pour les investissements stratégiques[16], l'un des autres grands portefeuilles gérés par la Commission.

La tolérance au risque pourrait également être définie en termes plus généraux (par exemple, en énumérant les catégories d'actifs admissibles proprement dites). Les limites pourraient être mieux exprimées en termes de marché plutôt qu'en termes de valeur notionnelle, et être définies sous la forme de pourcentage maximal de la valeur de marché totale du portefeuille. Les expositions seraient donc définies plus précisément, étant donné qu'en raison du contexte caractérisé par des rendements faibles ou négatifs, de nombreux titres sont évalués bien au-dessus de la valeur nominale (100 %), et les valeurs nominales pourraient ne plus refléter la valeur économique réelle de ces expositions. Une autre raison pour laquelle une approche fixant la limite à un pourcentage de la valeur du marché est devenue plus pertinente est que la valeur de marché totale du portefeuille est susceptible d'évoluer, soit en raison de la valorisation du marché, soit en raison d'entrées ou de sorties.

B. Permettre des investissements dans d'autres devises

À l'heure actuelle, les lignes directrices financières sont muettes quant à l'éligibilité des investissements en devises étrangères. Dans ce contexte, il convient de noter que les investissements libellés en euros ne représentent qu'environ 25 % du marché des obligations mondial.

Il est donc proposé de permettre explicitement les investissements dans des devises d'autres grandes économies et/ou d'autres États membres de l'UE afin d'augmenter la diversification.

En particulier, investir (en partie) dans des titres libellés en dollar américain permettrait l'accès à de grands marchés liquides, comme le marché des titres de la dette publique des États-Unis. Cela pourrait s'avérer utile compte tenu des contraintes de liquidité susmentionnées sur les marchés d'euro-obligations. En outre, les marchés américains ne sont pas caractérisés par des taux d'intérêt négatifs et permettraient d'obtenir des expositions à différentes courbes de rendement, avec une augmentation éventuelle du carry/roll down[17].

Le risque de pertes dues à la fluctuation des taux de change pourrait être couvert. Il existe des instruments de couverture de risque monétaire, mais les lignes directrices financières

[16] Décision C(2016) 165 de la Commission.

[17] «Carry»: en termes simples, le «carry» est le revenu qui revient à un investisseur simplement s'il est détenteur d'un titre/portefeuille (c'est-à-dire des intérêts accumulés/coupons), indépendamment des fluctuations de la valeur de marché et/ou des mouvements de la courbe; «roll-down»: les courbes de rendement ont généralement une pente positive. Par conséquent, à mesure que l'échéance d'une obligation se rapproche, en l'absence d'un quelconque autre changement, le rendement exigé par les investisseurs diminue – ce qui a un effet positif sur le prix de l'obligation, étant donné que les prix varient de manière inverse aux rendements.

actuelles sont muettes au sujet de ce type d'opération. Dans le cas où les devises étrangères deviendraient explicitement admissibles, il est proposé d'autoriser aussi le recours à des dérivés pour couvrir le risque de change des expositions non libellées en euros. L'utilisation de tels instruments impliquerait bien évidemment un examen minutieux des coûts et des conditions prévalant sur le marché[18].

C. Élargir le recours à des organismes de placement collectif

En 2014, une évaluation des activités de gestion de la trésorerie et des actifs de la DG ECFIN a été réalisée par une équipe de spécialistes de la Banque mondiale. La Banque mondiale a examiné en détail les processus utilisés par ECFIN-L, et a conclu que la DG ECFIN atteint ses objectifs dans la gestion des portefeuilles sous sa responsabilité, dans le respect des normes du secteur. La Banque mondiale a également proposé quelques recommandations pour améliorer encore le processus d'investissement et les rendements.

En particulier, dans le cas des fonds à long terme, la Banque mondiale a préconisé d'en investir un certain pourcentage dans des participations, éventuellement par l'intermédiaire de fonds communs de placement. S'ils sont sélectionnés soigneusement, ces instruments permettront au portefeuille d'obtenir une exposition sur actions bien diversifiée. Étant donné que les actions ont une corrélation relativement faible aux investissements à revenu fixe, elles amélioreraient le profil de risque et de rémunération du portefeuille sur une perspective à long terme. En revanche, les placements en actions peuvent exacerber la volatilité des rendements du portefeuille à court et à moyen terme. La diversification de l'exposition sur actions par le biais de fonds (ou de fonds indiciels) atténuera ces risques.

Les lignes directrices actuelles mentionnent déjà les organismes de placement collectif, mais en y associant une exigence de notation de crédit de AA au minimum; par conséquent, en pratique, ce sont uniquement des organismes de placement collectif à revenu fixe, principalement à court terme, qui sont concernés, tandis que la majorité des fonds à revenu fixe et des fonds de capital-investissement qui n'ont pas de notation de crédit sont exclus.

Il est dès lors proposé de clarifier l'éventail des catégories d'actifs et des organismes de placement collectifs admissibles afin d'autoriser les investissements en capitaux propres, ainsi qu'un élargissement des investissements à revenu fixe, y compris dans de tels instruments bien diversifiés.

En résumé, il est proposé de rendre admissibles tous les types d'organismes de placement collectif (tels que fonds monétaires, fonds indiciels ou fonds de mutualisation). Ils peuvent, à des degrés divers, offrir une exposition diversifiée à de grands indices de marché, à certains secteurs géographiques et/ou à certaines catégories d'actifs spécifiques, tels que les instruments à revenus fixes et/ou les actions.

D. Permettre le recours à d'autres instruments de couverture pour gérer le risque de taux d'intérêt

Dans le cadre d'une évaluation par les pairs menée par la Banque mondiale, il a notamment été constaté que des instruments tels que les swaps de taux d'intérêt et/ou les contrats à terme sur obligations ne sont pas autorisés à l'heure actuelle. Or, ces instruments constituent des outils permettant de gérer de manière efficiente les risques de taux d'intérêt et sont

[18] Notons que les services de la Commission ont acquis de l'expérience dans de telles opérations, qui ont été autorisées dans les lignes directrices de la gestion des actifs du fonds de garantie de l'EFSI.

fréquemment utilisés de nos jours par les institutions financières publiques. Généralement, ces marchés sont également liquides. Par exemple, durant la crise financière, le marché à terme est resté très liquide par rapport au marché au comptant de la dette publique. Le recours à ces instruments devrait être encadré par des procédures de gestion des risques rigoureuses et l'utilisation de systèmes informatiques solides permettant de surveiller et de gérer les flux opérationnels et le risque intrinsèque de ce marché. L'utilisation de ces instruments nécessiterait également le développement de capacités et d'infrastructures pour répondre aux appels de marge et suivre/rendre compte des modifications de la valeur de ces instruments.

Conclusion

Au cours de la période examinée, allant de 2012 à 2017, le portefeuille a atteint ses objectifs consistant à fournir des fonds en fonction des besoins, à maintenir un degré élevé de sécurité et de stabilité et à produire un rendement positif cumulé satisfaisant par rapport à des critères de référence pertinents.

Toutefois, depuis un certain temps, les marchés financiers en général et les marchés d'euro-obligations en particulier sont devenus plus difficiles, notamment en raison des taux d'intérêt négatifs et de la diminution des liquidités.

Afin de renforcer la diversification, la résilience et les rendements prévisionnels du portefeuille à long terme, la Commission estime que les lignes directrices en matière d'investissement devraient être élargies selon les conclusions tirées dans le présent rapport. Cela permettrait au portefeuille de maintenir sa capacité à fournir de meilleurs rendements ajustés en fonction des risques.

Dans ce contexte, la Commission présentera une proposition de décision du Conseil pour modifier la décision 2003/77/CE fixant les lignes directrices financières pluriannuelles pour la gestion des avoirs de la CECA en liquidation.