



**Un chemin
en trois étapes
pour réunifier
la zone euro**

Patrick Artus, Agnès Bénassy-Quéré,
Laurence Boone, Jacques Cailloux
et Guntram Wolff

**DOCUMENT
DE
TRAVAIL
DU
CAE**

Un chemin en trois étapes pour réunifier la zone euro

Patrick Artus, Agnès Bénassy-Quéré, Laurence Boone, Jacques Cailloux, Guntram Wolff¹

Mars 2013

Au cours de l'année 2012, la zone euro s'est engagée dans un scénario cohérent de sortie de crise reposant sur une surveillance macroéconomique et budgétaire renforcée (TSCG, *six-pack*, *two-pack*), la construction d'une union bancaire et l'annonce, par la BCE, d'un programme de rachat de dettes souveraines conditionnées à des réformes structurelles (OMT), qui vient compléter le Mécanisme européen de stabilité (MES). Si les réponses apportées ont su calmer les marchés financiers en réduisant considérablement les rendements des emprunts d'Etat, elles n'ont pas permis une reprise de la croissance et ne mettent toujours pas la zone euro à l'abri d'une nouvelle crise financière.

Pour faire face à ce risque tout en engageant un processus crédible d'apurement du passé, nous proposons un plan en trois étapes : assainissement bancaire, mécanisme anti-crise, capacité de stabilisation budgétaire. La première étape consiste à achever au plus vite la restructuration des banques qui en ont besoin, sous la houlette de la BCE et en faisant largement participer les créanciers privés au processus, tout en respectant l'assurance des dépôts. Conditionnellement à cet assainissement, la deuxième étape est de prévoir, en cas de résurgence de la crise d'endettement souverain, un mécanisme d'échange de dette nationale contre obligation garanties par les Etats membres de la zone euro de manière conjointe et solidaire, limité à 20% du PIB pendant 25 ans, avec ressource affectée et remboursement programmé à partir de la dixième année. Enfin, la dernière étape consiste à retrouver, au terme de la phase d'assainissement, une souveraineté partagée en termes de stabilisation budgétaire.

Ces différentes étapes peuvent être abordées sans modification immédiate du traité, même si c'est bien la direction suggérée. Ce processus vise avant tout à redonner à la zone euro une capacité à mener des politiques budgétaire de stabilisation, tout en renforçant les incitations des Etats-membres à assainir leurs systèmes bancaires et à respecter leurs engagements budgétaires. Sa mise en œuvre contribuerait sans tarder à la réintégration du marché financier et à la reprise de l'investissement dans la zone euro.

¹ Agnès Bénassy-Quéré est Présidente-déléguée du Conseil d'analyse économique (CAE) ; Guntram Wolff est membre du CAE ; Patrick Artus, Laurence Boone et Jacques Cailloux sont Correspondants du CAE. Les auteurs remercient Jézabel Couppey-Soubeyran, Conseillère scientifique au CAE, pour son aide au cours de ce projet. Ils remercient aussi (sans les engager) Sylvie Goulard, Muriel Lacoue-Labarthe, Arnaud Mares, René Repasi et Shahin Vallée pour avoir partagé avec eux leur expertise.

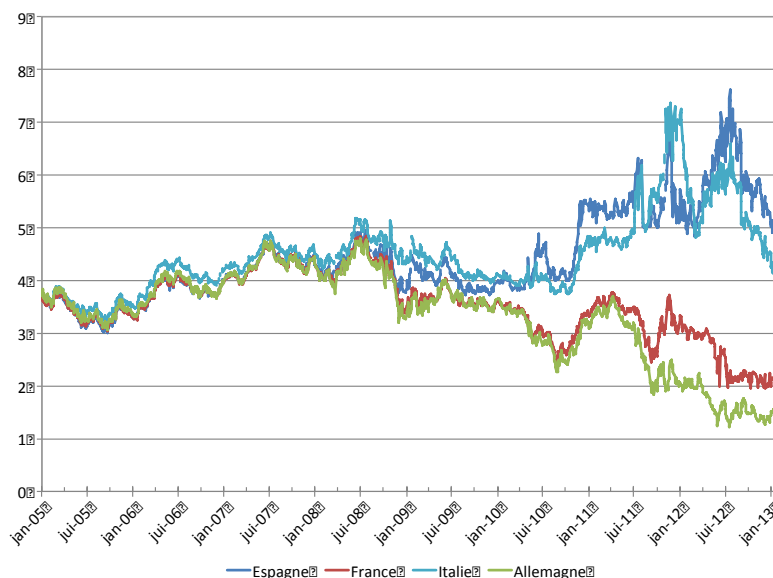
Introduction

Au cours de l'année 2012, la zone euro s'est engagée dans un scénario de sortie de crise impliquant une intégration plus forte et reposant sur quatre éléments clés :

- Une surveillance macroéconomique et budgétaire renforcée et placée en amont du processus de décision national (semestre européen, traité budgétaire, *six-pack*, *two-pack*)².
- La construction par étapes d'une union bancaire : centralisation du contrôle bancaire au niveau de la Banque centrale européenne (BCE), mise en place d'un régime de restructuration bancaire unifié, possibilité, pour le Mécanisme européen de stabilité (MES), de recapitaliser directement les banques, sous certaines conditions, et mise en place d'un dispositif de partage du coût budgétaire des restructurations.
- La mise en place d'une assistance financière commune au travers du mécanisme européen de stabilité (MES).
- L'annonce, par la BCE, d'un programme d'achat de dettes souveraines (Opérations Monétaires sur Titres, OMT), conditionnel au respect d'engagements nationaux mais pour un volume potentiellement illimité.

Cette stratégie a eu un impact spectaculaire sur les marchés et les taux d'intérêt des emprunts publics ont considérablement baissé après l'été 2012 (graphique 1).

Graphique 1 : taux des emprunts publics à dix ans (en %)



Source: *Global Financial Database*, 1^{er} janvier 2005 au 19 février 2013.

² Voir la présentation synthétique disponible sur http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm.

La baisse des taux d'intérêt dans les pays troublés est bénéfique à deux égards :

- elle ralentit l'accumulation de la dette publique ;
- elle abaisse les taux auxquels empruntent les entreprises, ce qui permet d'envisager une stabilisation, voire une reprise de l'activité.

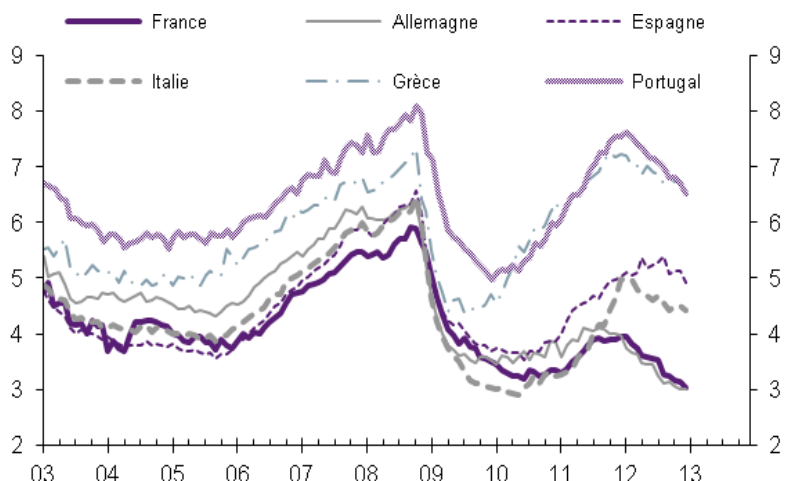
Parallèlement, les efforts de redressement des finances publiques ont commencé à payer dans certains pays, tout comme les efforts en matière de compétitivité. Toutefois, la situation demeure extrêmement fragile. D'une part, la crise chypriote a montré que la zone euro est encore mal outillée pour faire face à une crise de solvabilité bancaire. D'autre part, si l'annonce de l'OMT a coordonné les marchés autour du « bon » équilibre (celui où les investisseurs sont rassurés sur la soutenabilité des dettes publiques et n'ont donc pas de raison d'exiger des taux élevés pour compenser le risque de défaut), le « mauvais » équilibre pourrait ressurgir en cas de difficulté de mise en œuvre de l'OMT ou de non respect des conditionnalités qui lui sont attachées. Ce risque est toujours présent, notamment pour trois raisons (outre l'instabilité politique liée à la crise économique et sociale) :

- Le cloisonnement des marchés financiers de la zone euro : investir demeure plus coûteux dans les pays qui ont le plus besoin d'investissement. Ainsi, pour les entreprises, le taux moyen des crédits à cinq ans à taux fixe s'élevait fin 2012 à environ 3% en Allemagne et en France, contre 5% en Italie et en Espagne et près de 7% en Grèce et au Portugal (graphique 2). Selon l'enquête régulière de la BCE auprès des entreprises, l'accès aux financements est cité par plus de 20% des PME comme la plus grosse difficulté à laquelle elles font face dans les pays périphériques (presque à égalité avec le manque de demande), contre seulement 10% en Allemagne³. Cette situation nuit non seulement à l'investissement, mais aussi au désendettement des ménages notamment lorsque cet endettement est à taux variable : en Espagne, le taux d'endettement des ménages par rapport à leur revenu est, au début de 2013, au même niveau qu'en 2007 (130%), alors qu'aux États-Unis, grâce à des taux d'intérêt beaucoup plus bas que le taux de croissance du PIB et à des restructurations de dette, l'endettement des ménages est revenu à son niveau de 2003 (115%), avant la bulle immobilière (graphique 3).
- L'augmentation, au bilan des banques, des actifs dits « non-performants » en liaison avec la crise immobilière, la montée du chômage et les faillites d'entreprises. Cette détérioration potentielle des bilans bancaires interagit avec la situation des Etats : le risque bancaire est toujours supporté par les Etats-membres, tandis que les banques ont renforcé leur détention d'actifs nationaux ; ainsi les risques souverain et bancaire demeurent-ils fortement corrélés à l'intérieur de chaque pays.
- Les mauvaises perspectives de croissance. Prenons l'exemple de l'Italie : avec une dette publique de 130% du PIB en 2013 et une croissance nominale nulle, l'Italie devrait dégager un excédent budgétaire primaire permanent de 5,7 points du PIB pour stabiliser son taux d'endettement public avec les taux d'intérêt courants. Le chiffre correspondant pour l'Espagne (avec une dette publique de 95% du PIB en 2013) est de 3,8 points de PIB – des niveaux jamais vus sur longue période. Or l'ajustement budgétaire pèse lui-même sur la croissance. Les pays ayant réussi par le passé des ajustements budgétaires violents (Danemark, Irlande, par exemple) ont pu compter sur une demande mondiale dynamique. Ce n'est pas le cas pour les pays européens aujourd'hui.

³ Source BCE, Access to Finance Survey, novembre 2012 (période avril à septembre 2012).

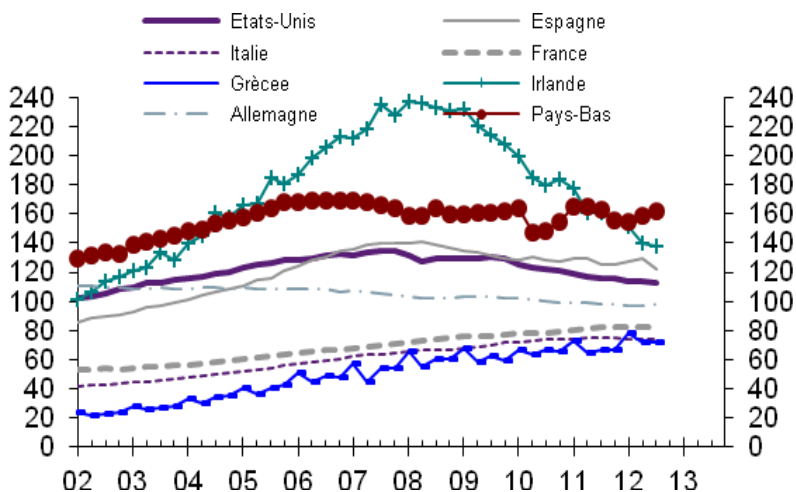
Pour durablement éliminer le « mauvais » équilibre, nous pensons que le dispositif actuel doit être complété de manière à améliorer la situation sur ces différents points et à donner au marché une perspective longue en termes d'intégration, de solidarité mais aussi de discipline.

Graphique 2 : taux des emprunts à 5 ans des entreprises de la zone euro (emprunts à taux fixes, taux en %)



Source : Eurostat.

Graphique 3 : Dette des ménages (en % du Revenu disponible brut) dans les pays de la zone euro



Sources : Federal Reserve (US), BDE (Espagne), Banca d'Italia (Italie), BdF (France), Bank of Greece, CSO (Irlande), Destatis (Allemagne), DNB (Pays-Bas).

Le dispositif actuel de gestion de crise : clair mais fragile

Supposons, et nous venons de voir que c'était une hypothèse plausible, qu'un pays soit à nouveau en difficulté quant au financement de sa dette publique. Que se passerait-il ? Le dispositif en vigueur est clair mais il nous semble poser un certain nombre de difficultés.

Un dispositif clair

Si une crise sérieuse d'endettement souverain apparaissait, il faudrait d'abord, pour qu'il y ait intervention, que le pays demande un programme de soutien européen auprès du MES. Cette demande serait traitée en plusieurs étapes :

- Analyse de la solvabilité budgétaire du pays : s'agit-il d'une crise de solvabilité ou d'une crise de liquidité⁴ ? On sait que cette analyse est compliquée et ambiguë : elle dépend d'hypothèses sur les taux d'intérêt, la croissance potentielle, la capacité ou non du pays à réaliser les excédents budgétaires primaires nécessaires. La réponse habituelle à cette ambiguïté⁵ est de combiner un programme d'ajustement budgétaire avec des prêts d'urgence. Dans un cas extrême, cependant, une restructuration de la dette pourrait s'avérer nécessaire (ce qui est prévu dans les statuts du MES).
- Le nouveau programme MES doit être approuvé par un vote des Etats membres à l'unanimité, après approbation par certains parlements nationaux dont le Bundestag.
- Enfin, la BCE peut intervenir sur le marché secondaire de la dette publique du pays en achetant principalement des titres de maturité allant de 1 à 3 ans (programme OMT). Cette hiérarchie des décisions a été voulue par la BCE pour manifester clairement qu'elle n'a pas l'intention de monétiser une dette publique. Il faut rappeler que les achats de dette souveraine par la BCE sont une forme de mutualisation du risque souverain puisque les éventuelles pertes de la BCE seront couvertes par l'ensemble des budgets des Etats membres de la BCE (sous forme de manque à gagner en termes de recettes de seigneurage⁶). L'OMT n'est donc pas une mutualisation illimitée et inconditionnelle des dettes publiques, contrairement à ce que croient parfois les investisseurs sur les marchés financiers.

Un dispositif fragile

La séquence des décisions présentée ci-dessus est cohérente dans la mesure où elle combine le diagnostic de solvabilité, la conditionnalité de l'aide et l'efficacité de cette même aide à travers l'intervention potentiellement illimitée de la BCE sur les marchés secondaires (alors que le MES, doté de moyens limités, ne peut contrer tout seul une attaque spéculative). Une analyse détaillée fait néanmoins apparaître un certain nombre de difficultés :

⁴ Un Etat est insolvable si les perspectives futures en matière de recettes et de dépenses publiques sont incompatibles avec une stabilisation de sa dette rapportée au PIB. Un Etat est illiquide s'il est dans l'incapacité de trouver, sur le marché ou auprès de ses contribuables, les ressources nécessaires pour faire face à ses échéances de remboursements de dette. Les deux concepts sont liés : un Etat jugé insolvable n'a plus accès au marché et devient donc illiquide ; à l'inverse, un Etat illiquide fait face à des taux d'intérêt élevés qui peuvent le faire basculer dans l'insolvabilité. On peut toutefois tracer une frontière entre illiquidité et insolvabilité en réalisant des scénarios d'accumulation de la dette selon différentes hypothèses de taux d'intérêt et de taux de croissance.

⁵ En cela, les Européens ont une approche comparable à celle du Fonds monétaire international.

⁶ On appelle seigneurage le profit réalisé par la banque centrale du fait que son actif est rémunéré tandis que la monnaie émise en échange (son passif) ne l'est quasiment pas. Ce profit est rétrocédé aux Etats membres, qui sont les actionnaires de la BCE.

- Le risque de délais en raison de la lourdeur des procédures.
- La conditionnalité de l'intervention : si elle est trop sévère, le pays sous pression est peu incité à demander de l'aide, ce qui accroît les tensions sur les marchés avec de possibles effets de contagion. Une fois le pays sous programme MES, si les conditions ne sont pas vérifiées, la BCE peut-elle arrêter son programme d'achats, au risque de déclencher une nouvelle crise financière ? A l'inverse, si la conditionnalité est trop légère, la BCE sera accusée par les pays du Nord de la zone euro de mutualiser les dettes publiques de manière inconditionnelle, ce qui est en contradiction avec l'organisation institutionnelle actuelle, et ce qui pourrait les inciter à voter non au programme.
- Le risque que l'analyse de soutenabilité révèle la nécessité d'une restructuration de la dette avant intervention de l'OMT ; une telle restructuration serait vécue comme une surprise par les marchés financiers (à qui il a été répété depuis le début de la crise que la Grèce serait un cas unique), et compte-tenu du lien encore fort entre risque souverain et risque bancaire, elle serait déstabilisante pour le système bancaire.
- Le fait que les achats de titres par la BCE soient en principe limités à une maturité de 3 ans (nettement moins que la maturité moyenne des dettes publiques de la zone euro qui est de 6 à 7 ans) pourrait inciter les gouvernements à emprunter à plus court terme. Ce raccourcissement des maturités serait déstabilisant car les émissions deviendraient plus fréquentes, à un taux d'intérêt qui pourrait fortement varier. Une réduction de la maturité moyenne de la dette ferait en outre peser, au terme du mécanisme d'OMT, le risque de forts besoins de refinancement tous au même moment.
- Enfin, la BCE est prise en tenaille entre sa volonté de faire disparaître les primes de risque souverain excessives, liées à des anticipations d'éclatement de la zone euro, et le besoin de maintenir des primes de risque suffisantes pour inciter les Etats-membres à poursuivre leurs efforts de réduction des déficits publics et à mener les politiques nécessaires de soutien de la croissance potentielle.

Ainsi, le dispositif actuel ne met pas à l'abri les Européens d'un risque de panique financière et de contagion de la crise. Il n'écarte pas non plus le risque que les Etats-membres relâchent leurs efforts d'ajustement. Il nous semble nécessaire de le compléter sans attendre par un processus d'intégration qui complète l'action de la BCE. Nous discutons ci-dessous les trois volets de cette intégration (bancaire, budgétaire et obligataire), puis nous proposons un scénario d'intégration par étapes.

Zone euro 2.0 : une solution à terme

Lors de la création de l'euro, il a été décidé que l'intégration monétaire ne s'accompagnerait d'aucune intégration budgétaire autre que celle déjà réalisée à travers le budget de l'Union européenne. Les dirigeants européens ont annexé au traité un Pacte de stabilité et de croissance dont l'objectif était d'écarter le risque de crise budgétaire dans un Etat membre et les conséquences qu'une telle crise aurait sur l'ensemble de la zone euro. Parallèlement, ils ont affirmé l'absence de solidarité budgétaire entre Etats membres au travers de la clause dite de « non-renflouement » inscrite dans le traité.

Dix ans plus tard, les Européens ont découvert l'incohérence de leur approche. Le Pacte de stabilité n'a aucunement empêché des crises budgétaires graves de survenir. Or, du fait de la clause de non-renflouement, combinée à l'interdiction faite à la BCE de monétiser les déficits, une crise budgétaire ne pouvait se résoudre que par un défaut souverain entraînant à sa suite une crise bancaire, avec le risque

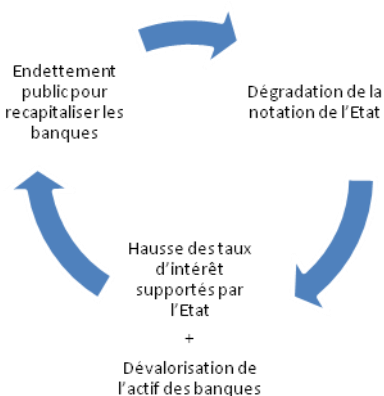
qu'il ne s'étende à l'ensemble de la zone. S'ils refusaient de déclencher une nouvelle crise bancaire, les partenaires européens se devaient de remettre en cause l'un des deux piliers de leur architecture : le non-renflouement ou la non-monetisation. S'ils n'ont pas remis directement en cause la clause de non-renflouement, ils ont néanmoins accepté le principe de solidarité, à travers les prêts bilatéraux à la Grèce, puis le Fonds européen de stabilisation financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité (MES). S'ils n'ont pas remis directement en cause la clause de non-monetisation, ils n'en ont pas moins accepté que la BCE intervienne sur les marchés secondaires de dettes publiques, à travers le programme d'achat de dettes.

A l'automne 2012, une communication de la Commission européenne et un rapport du Président du Conseil européen⁷ ont constitué un tournant dans cette approche, suggérant une nouvelle organisation de la politique économique en zone euro avec, à la clé, une révision du traité. Cette nouvelle approche incorpore le projet d'union bancaire lancé lors du Conseil européen de juin 2012, mais il va plus loin en suggérant, à terme, une forme d'union budgétaire.

Union bancaire

La motivation principale à la constitution d'une union bancaire est la nécessité de « briser le cercle vicieux entre banques et Etats souverains »⁸, cercle décrit sur le graphique 4 ci-dessous. L'union bancaire s'articule autour de trois principes : (1) un contrôle bancaire centralisé (logé à la Banque centrale européenne), (2) des principes communs pour la restructuration des banques, faisant une large place à la participation du secteur privé (par opposition au renflouement par le secteur public), (3) l'accès éventuel à une ressource commune lorsque les capacités d'absorption du secteur privé et celles de l'Etat concerné sont épuisées⁹.

Graphique 4 : le cercle vicieux de l'endettement entre Etats et banques



Le cercle vicieux entre banques et Etats s'est renforcé pendant la crise en raison des interventions publiques dans les banques et parce que ces dernières ont eu tendance à réduire leurs positions transnationales au profit de la détention d'actifs nationaux. Cette fragmentation du marché financier de la zone signifie que des entreprises comparables, en termes de risque de crédit, accèdent à des financements

⁷ « Projet détaillé pour une Union économique et monétaire véritable et approfondie », Communication de la Commission européenne, 25 novembre 2012. « Vers une véritable union économique et monétaire », Rapport présenté par H. Van Rompuy, Président du Conseil européen, le 5 décembre 2012.

⁸ Extrait de la première phrase de la déclaration des Chefs d'Etats et de gouvernements à l'issue du Sommet européen du 29 juin 2012.

⁹ Ce filet de sécurité européen concerne à la fois les restructurations bancaires et la garantie des dépôts. Ces trois principes sont complémentaires au renforcement des réglementations communes (en particulier la transposition de l'accord de Bâle 3 dans le droit européen).

à des taux très différents selon le pays dans lequel elles sont situées (cf. *supra*). Une telle situation nuit à la fois au redressement économique des pays touchés par la crise et à l'allocation efficace du capital en zone euro¹⁰.

Le Conseil européen de décembre 2012 a confirmé la centralisation de la surveillance bancaire au sein de la BCE pour la zone euro (directement pour 150 banques et en s'appuyant sur les institutions nationales de surveillance pour les autres), et fixé un calendrier pour l'adoption de principes relatifs à la restructuration. En revanche, les dirigeants européens n'ont pas abordé la question des implications budgétaires de l'union bancaire. Pourtant, cet aspect est essentiel à la crédibilité du dispositif de résolution¹¹. Face à un certain recul depuis le Conseil européen de juin 2012¹², il faut réaffirmer avec force que le mécanisme de restructuration unique de l'union bancaire doit s'appuyer sur une ressource budgétaire commune, notamment en régime de croisière, une fois traitée la question des dettes « héritées » de la période de bulle du crédit. Cette ressource peut être le MES (cf. capacité du MES à recapitaliser directement les banques) et/ou des règles de « partage du fardeau » budgétaire en cas de restructuration bancaire, selon une clé de répartition qui doit être définie à l'avance (fonction par exemple, du volume d'activité des filiales et succursales situées dans chaque pays). S'il est nécessaire de respecter la hiérarchie proposée par la Commission européenne en matière de résolution des crises bancaires (en impliquant d'abord le secteur privé selon un ordre allant de l'actionnaire vers le créancier senior, puis, si besoin, en faisant appel à l'Etat concerné), le dispositif ne peut être crédible que s'il existe derrière une capacité européenne à venir en renfort lors de la restructuration bancaire, lorsque l'Etat membre ne peut faire face sans déclencher une crise de dette souveraine à l'Irlandaise.

Union budgétaire

Le débat sur l'union budgétaire est ancien. Déjà, en 1977, le rapport MacDougall conseillait de mettre en place un budget fédéral de l'ordre de 5 à 7% du PIB, en accompagnement de l'union monétaire¹³. Ce débat a ressurgi en 2012, lorsqu'il est apparu que la crise des finances publiques avait annihilé la capacité de plusieurs Etats-membres à soutenir l'activité par la politique budgétaire, comme le préconise la théorie keynésienne lorsque la demande fléchit.

Compléter l'union monétaire par un budget zone euro se justifierait au regard des trois fonctions classiques de l'action publique (allocation, stabilisation, redistribution)¹⁴ :

¹⁰ On dit que le capital est alloué de façon efficace s'il finance prioritairement les projets d'investissement les plus rentables à long terme.

¹¹ Voir Pisani-Ferry et Wolff (2012), "The fiscal implications of a banking union", Bruegel, pour une exposition de la nécessité de compléter l'union bancaire avec un dispositif budgétaire. Plusieurs crises bancaires de la fin des années 1990 et des années 2000 ont coûté entre 30 et 40 points de PIB pour les finances publiques concernées. Même si le coût d'une crise bancaire peut être considérablement réduit par la revente d'actifs bancaires après la crise (voir le cas d'école de la Suède) et par des mécanismes d'implication du secteur privé, ce coût peut s'avérer prohibitif pour un pays. En union monétaire, cette éventualité est extrêmement déstabilisante. Voir L. Laeven et F. Valencia (2012), « Systemic Banking Crises Database: An Update », IMF working paper WP/12/163.

¹² La Commission européenne a préconisé de garder le coût des recapitalisations à l'échelon national le plus possible, reculant sur les propositions initiales de recapitalisation des banques par le MES (voir la Communication de la Commission européenne, « Projet détaillé pour une Union économique et monétaire véritable et approfondie », 30 novembre 2012).

¹³ *Report of the study group on the role of public finance in European integration*, chaired by Sir Donald MacDougall, EC Economic and Financial Series n° A13 and B13, 1977.

¹⁴ Voir Musgrave R. et P. Musgrave, *Public Finance in Theory and Practice*, McGraw-Hill, 1989. L'allocation vise à élever le niveau de revenu dans le long terme ; la stabilisation a pour but de limiter les fluctuations de l'activité autour de son sentier de long terme ; la redistribution se fixe pour objectif de corriger la répartition des revenus issue du libre jeu du marché.

- Allocation : la fonction d'allocation est déjà en partie remplie au niveau de l'UE27, avec des interventions de l'Union dans le domaine des infrastructures et de la recherche. Pour la zone euro, il s'agirait de financer la production ou la préservation d'un bien public spécifique. On peut penser à la stabilité financière, même si les discussions sur l'union bancaire montrent que certains projets intéressent en réalité presque tous les Etats-membres de l'Union européenne.
- Stabilisation : la stabilisation par un budget zone fédéral se justifie essentiellement face à des chocs très importants, touchant soit un Etat-membre spécifiquement (qui n'a pas la possibilité d'emprunter suffisamment pour y faire face), soit la zone euro dans son ensemble (lorsque la politique monétaire ne suffit pas pour faire face au choc)¹⁵. Delpla et al. (2013) proposent par exemple de mettre en place un mécanisme de pré-qualification ouvrant la possibilité, pour un pays, d'accéder à une ligne de crédit du MES¹⁶. Un véritable budget devrait s'appuyer sur une ressource fiscale propre ou quasi-propre¹⁷, si possible fortement corrélée au cycle d'activité de la zone, et sur la possibilité d'émettre une dette commune. Ce budget n'a pas besoin d'être élevé. Limité à l'assurance chômage, il serait de l'ordre de 2% du PIB. Si, au fil des années, les champs couverts s'étendaient par exemple autant qu'en Suisse, il s'agit seulement de 10% du PIB¹⁸.
- Redistribution : cette troisième fonction, qui consiste à organiser des transferts si ce n'est permanents, du moins durables entre individus situés dans différents pays, est justifiée par l'article 3.3 du traité : « Elle [l'Union] promeut la cohésion économique, sociale et territoriale, et la solidarité entre les Etats membres ». Le budget de l'Union européenne réalise déjà une forme de redistribution en faveur des régions pauvres et des agriculteurs. Etendre la redistribution dans le cadre de la zone euro n'est pas à l'ordre du jour et fait l'objet d'une opposition de principe de la part de certains pays dont l'Allemagne. Si la monnaie unique, combinée au marché unique, conduit à une agglomération des activités et du revenu au centre de l'Union, il est pourtant légitime de réfléchir à une solidarité à l'égard des régions périphériques.

Parmi ces trois fonctions, la stabilisation est probablement celle qui justifie le plus une intervention au niveau de la zone euro : les Etats-membres qui partagent la même monnaie ont des besoins plus importants en matière de stabilisation budgétaire. Par ailleurs, la zone euro dans son ensemble devrait se doter d'un *policy mix* lui permettant, dans certains cas, de cumuler l'effet de la politique monétaire et celui de la politique budgétaire. Néanmoins, toute réflexion sur l'union budgétaire en zone euro se heurte à une difficulté institutionnelle : la zone euro n'est pas organisée pour voter, puis exécuter un budget. Il faudrait pour cela un(e) Ministre des finances, qui propose et exécute, et une assemblée (possiblement un sous-ensemble du Parlement européen), qui vote et contrôle.

Une version non fédérale de l'union budgétaire consisterait à fixer à chaque Etat-membre, de manière centralisée, un certain solde budgétaire pour l'année suivante, à charge pour les gouvernements et parlements nationaux de décliner ce solde en termes de recettes et de dépenses. En cas de ralentissement économique anticipé, un déficit plus important serait autorisé, tandis que les finances publiques devraient être resserrées en cas de boom de l'activité. Tel quel, ce type d'arrangement, qui se situe dans le

¹⁵ Voir J. Pisani-Ferry, E. Vihriälä et G. B. Wolff, "Options for a Euro-area fiscal capacity", *Bruegel Policy Contribution* 2013/01, 10 janvier 2013.

¹⁶ Delpla, J., Farhi, E., Gourinchas, P.-O. et J. Tirole, « Les réformes nécessaires pour compléter l'Union économique et monétaire », Document de travail, www.cae-eco.fr.

¹⁷ A partir du projet d'assiette fiscale commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés, il est possible de concevoir un impôt sur les sociétés qui soit national *de jure* mais européen *de facto*.

¹⁸ Voir Shahin Vallée, 2013, « From mutual insurance to fiscal federalism », manuscrit présenté au séminaire Euro50, Bruxelles, 22 Mars 2013.

prolongement des nouveaux dispositifs de gouvernance, se concentre sur la fonction de stabilisation, sans prévoir aucune solidarité ni aucun partage du risque. Dans ces conditions, les pays sous pression restent dans l'impossibilité de mener des politiques budgétaires contra-cycliques. Pour réellement recréer les conditions d'une politique budgétaire active au sein de la zone euro, cette centralisation des décisions devrait avoir pour contrepartie la possibilité, pour les Etats-membres qui le souhaitent, d'accéder à un financement par émission de dette commune

Cette deuxième vision de l'union budgétaire n'est toutefois pas moins exigeante que la première en termes de réformes institutionnelles, puisqu'un tel dispositif reviendrait à ôter aux parlementaires nationaux le soin de fixer (sous la contrainte des règles) le niveau du déficit annuel, tandis que les Etats deviendraient solidaires sur le flux de dettes nouvelles décidé de manière concertée.

Moins ambitieux en matière budgétaire que ne l'avait été le rapport des quatre Présidents envisageant une « capacité budgétaire » pour la zone euro, le Conseil européen de décembre 2012 a avalisé l'idée de « contractualiser » des réformes structurelles nationales en échange d'une incitation financière¹⁹. Dans cette optique, il s'est fixé comme objectif de présenter au Conseil européen de juin 2013 une proposition sur « des mécanismes de solidarité qui soient de nature à renforcer les efforts déployés par les États membres qui concluent de tels arrangements contractuels pour la compétitivité et la croissance ». Les mécanismes concrets de solidarité restent à définir. On peut imaginer par exemple un système ciblé sur les réformes du marché du travail et la mobilité des travailleurs²⁰.

Euro-obligation

La mutualisation des dettes publiques nationales se justifie par le fait que prise dans son ensemble, la dette de la zone euro reste raisonnable (graphique 5). La crise des dettes souveraines ne serait probablement pas survenue si les dettes trop élevées de certains pays étaient apparues comme une partie d'une dette souveraine euro de pays solidaires entre eux. Dès lors, de nombreux projets de mutualisation des dettes souveraines ont fleuri comme une solution efficace à la crise²¹. Ces projets, qui prévoyaient qu'une partie des dettes deviennent conjointes et solidaires²² se sont heurtés à trois objections :

- Une objection institutionnelle et politique : une telle mutualisation serait, si ce n'est contraire au traité (article 125), du moins contraire au principe selon lequel le contribuable doit être (indirectement) consulté pour tout engagement le concernant²³.
- Une objection d'équité : les pays vertueux ne gagneraient rien, voire risqueraient de perdre, tandis que les pays dispendieux se verraient incités à relâcher leurs efforts d'ajustement.
- Une objection économique : mutualiser une grande partie de la dette revient à rendre senior cette partie (c'est-à-dire à rendre son remboursement prioritaire en cas de défaut) ; le reste de la dette,

¹⁹ Voir la communication de la Commission européenne de novembre 2012, *op. cit.*

²⁰ Voir Delpla, et al. (2013), *op. cit.*

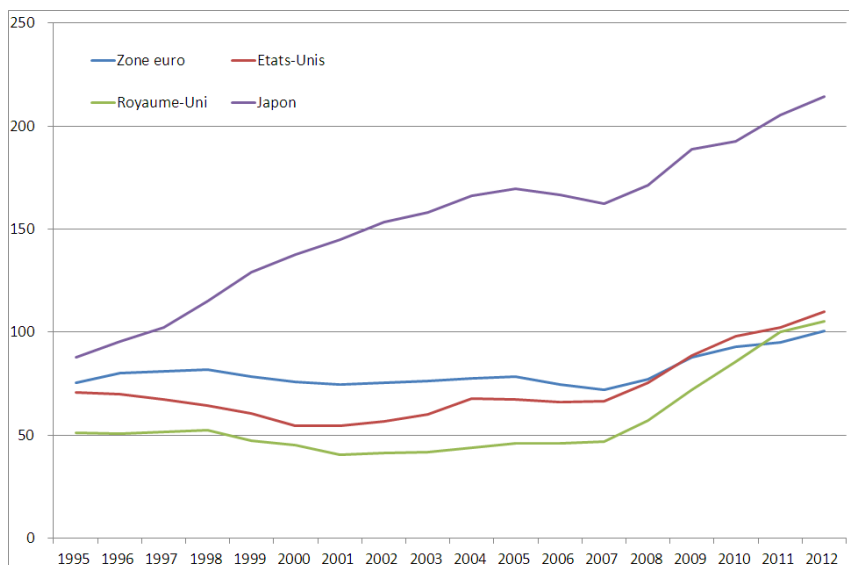
²¹ Les plus connus sont la proposition d'obligations bleus/rouges (Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010) "The Blue Bond Proposal", *Bruegel Policy Brief*, 2010/03, Updated 21 March 2011), la proposition de fonds d'amortissement des Sages allemands (German Council of Economic Experts (2011) "A European redemption pact", Working Paper 2/2012, February) et la proposition eurobills (Hellwig, C. and Philippon, P. (2011) "Eurobills, not Eurobonds", *VoxEU.org*, December).

²² "Conjointes et solidaires" signifie que toutes les parties prenantes sont passibles de rembourser la dette commune si un Etat se révèle défaillant. A la limite, si seul un pays reste solvable, il est passible de rembourser l'ensemble de la dette commune.

²³ « Pas d'impôt sans représentation », principe démocratique datant de la révolution américaine.

resté national, devient junior et risque de ne pas trouver de marché, sauf à des taux d'intérêt très élevés, ce qui ne résout pas le problème de la non-soutenabilité de la dette.

Graphique 5 : dette publique brute en pourcentage du PIB



Source : Perspectives économiques de l'OCDE 62, 2012 (prévision pour 2012).

En réponse à ces trois objections, trois préalables ont été mis à une mutualisation des dettes nationales : (1) une modification du traité, (2) une réforme de la gouvernance (pour éviter les comportements de passager clandestin) et (3) un assainissement des finances publiques. D'instrument de gestion de la crise, l'euro-obligation deviendrait l'instrument de financement d'une zone euro intégrée (union bancaire, union budgétaire), une fois le passé complètement apuré.

Nous pensons qu'un séquençage strict entre union bancaire, union budgétaire et émission de dette commune, en lien avec les avancées institutionnelles, pourrait s'avérer inadapté à la situation, pour deux raisons : (1) l'absence de filet de sécurité budgétaire au niveau de la zone euro rend difficiles les restructurations bancaires pendant la phase d'ajustement ; (2) le débat institutionnel risque de s'enrayer rapidement en l'absence de progrès consolidé dans le traitement de la crise et de ses conséquences sociales. Nous proposons de renouer avec la tradition européenne de l'intégration par étapes conditionnelles afin de dessiner un chemin d'intégration respectant les différentes contraintes mentionnées plus haut²⁴.

Notre proposition : un chemin en trois étapes vers une zone euro 2.0

La clause de non-renflouement (article 125 du traité) est stricte. Pourtant, les Chefs d'Etats et de gouvernements ont affirmé qu'aucune restructuration de dette souveraine n'aurait lieu pour un autre pays que la Grèce et qu'aucun pays ne sera acculé à quitter la zone euro. Ces deux affirmations conduisent à penser qu'en dernier ressort, il faudra bien en passer par un renflouement, directement ou via le système bancaire et la BCE. Le cas de Chypre démontre que sans cela, l'introduction de contrôles de capitaux est

²⁴ L'idée d'un processus par étapes se réfère au processus de Maastricht ayant conduit à l'union monétaire. Elle est présente dans le rapport Van Rompuy et la communication de la Commission européenne mentionnées ci-dessus, ainsi que dans le rapport Goulard proposant la mise en œuvre d'euro-obligations (6 décembre 2012). Notre approche est fidèle à l'esprit de Maastricht en ce qu'elle prévoit des étapes conditionnelles séquentiellement.

inévitables. Nous pensons que cet écart entre la règle et la pratique n'est pas sain. Nous proposons de sortir de cette incohérence entre non-renflouement, non-restructuration et non-sortie de la zone euro à l'aide d'un programme d'intégration en trois étapes conditionnées les unes aux autres.

Etape 1 (d'ici début 2014) : achever l'assainissement des systèmes bancaires nationaux

Les décisions des Chefs d'Etats et de gouvernements de la zone euro en matière d'union bancaire (Conseils de juin et décembre 2012) ont donné le coup d'envoi à un processus important, qui comporte quatre phases clés (voir Véron et Wolff, 2013)²⁵:

1. *Une surveillance intégrée*: le mécanisme de surveillance unique qui devrait voir le jour en avril 2014 s'accompagnera d'une réforme de l'Autorité Bancaire Européenne et d'une nouvelle réglementation prudentielle²⁶.
2. *Un cadre harmonisé pour la résolution des crises bancaires* : un « cadre opérationnel » pour la recapitalisation directe des banques par le MES, qui isole précisément les actifs et dettes « hérités », qui ne recevront pas le même traitement que les actifs et dettes « nouveaux » ; et l'adoption de deux directives concernant (i) les restructurations bancaires et (ii) l'assurance des dépôts. Ce cadre harmonisé devrait être décidé « avant juin 2013 ».
3. *Un mécanisme de restructuration unique* : ce mécanisme serait assis sur les contributions du secteur financier lui-même, avec un « filet de sécurité » budgétaire pour les risques excessifs. La Commission s'est engagée à publier une première proposition avant l'été, l'horizon étant la fin de la législature actuelle du Parlement européen (soit, juin 2014).
4. *La finalisation de l'union bancaire* : même si ce n'est pas explicite dans les conclusions du Conseil, l'union bancaire nécessitera aussi davantage d'intégration en matière de faillites et d'assurance des dépôts (Pisani-Ferry et al., 2012²⁷).

Le programme est ambitieux. Seul le premier volet de l'union bancaire a été entériné lors du Conseil de décembre 2012. A partir de mars 2014, la BCE surveillera directement 150 grandes banques de la zone euro et coordonnera le contrôle des autres banques. Les deux autres volets de l'union bancaire (coordination des mécanismes nationaux de restructuration, mécanisme unique de restructuration) sont encore loin d'être sur les rails, sans parler de la mise en commun des dispositifs de garantie des dépôts. En revanche, la proposition de directive « établissant un cadre pour le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement »²⁸ constitue déjà un progrès. La mise en place d'un cadre harmonisé revêt une grande importance pour éviter des phénomènes d'arbitrage transfrontière dans le processus de restructuration. La création d'un mécanisme unique de résolution des crises est également importante. Un mécanisme avec une forte centralisation serait souhaitable pour pouvoir prendre des décisions difficiles en peu de temps. En même temps, il nous paraît difficile, dans le cadre du traité actuel, d'envisager un système dans lequel une institution unique mettrait en œuvre toutes les restructurations. Plus fondamentalement, cette phase nécessitera d'avancer sur le plan de l'intégration budgétaire, ce qui risque de repousser l'échéance.

Quoi qu'il en soit, il nous semble impératif que l'assainissement bancaire se poursuive en zone euro. La reprise économique nécessite en effet que le financement puisse repartir sans frilosité excessive mais sur

²⁵ Véron and Wolff (2013), "From Supervision to Resolution: next steps on the road to European Banking Union", *Bruegel Policy Contribution 2013/4*.

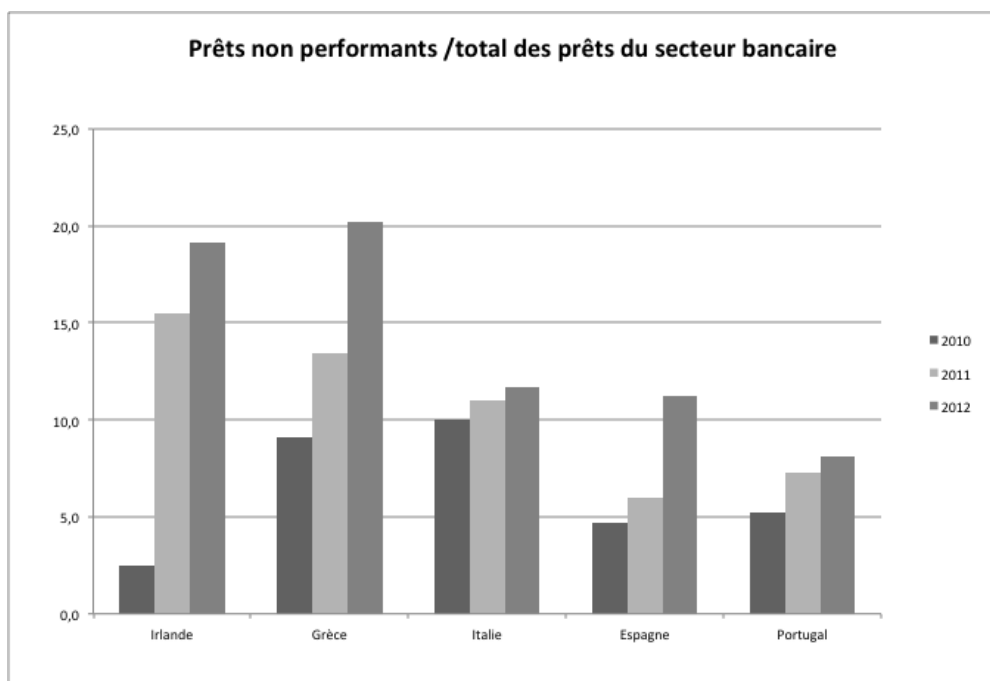
²⁶ Directives dites « CRRD » (*Capital Requirements Regulation*) et "CRD4".

²⁷ J. Pisani-Ferry & G. B. Wolff "The fiscal implications of a banking union", *Bruegel Policy Brief*, 14th September 2012 .

²⁸ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0280:FIN:FR:PDF>, 6 juin 2012.

des bases saines de risques bien contrôlés et bien tarifés. Or la situation des banques continue de se dégrader dans beaucoup de pays de la zone. Le poids des prêts non performants dans le total des prêts bancaires est passé au cours de l'année 2012 de 6% à 11,5% en Espagne, a continué de s'accroître en Italie et au Portugal à des niveaux respectivement proche de 11% et 8%, ainsi qu'en Irlande et en Grèce où les plus hauts niveaux sont atteints, proches de 20% (Graphique 6).

Graphique 6 : part des prêts non performants dans le total des prêts du secteur bancaire



Source : Fonds monétaire international.

Avec une croissance négative dans les pays de la périphérie en 2013, cette situation risque fort de s'aggraver. Les bilans bancaires doivent donc encore être apurés. Cela suppose que puisse être dressé, de manière incontestable, un état des lieux du secteur bancaire, dans chaque pays de la zone euro.

La mise en place du mécanisme de surveillance unique (MSU) constitue une excellente occasion pour conduire des tests de résistance et restructurer les banques non viables. En effet, l'article 27(4) du dispositif de surveillance prévoit de tels tests comme préalable au basculement de chaque banque dans le mécanisme. La BCE, qui sera en charge de la mise en place du MSU, pourrait s'appuyer sur des audits indépendants afin de garantir la transparence et la juste valorisation des actifs dépréciés²⁹. Cet état des lieux doit permettre d'évaluer des besoins de recapitalisation en fonction de scénarios défavorables crédibles. Il exige une analyse de valorisation des actifs, ainsi qu'une cartographie précise des créanciers et actionnaires (par exemple par type de détenteurs et par zone géographique). Cette cartographie est indispensable pour parvenir à évaluer la mise à contribution des investisseurs privés.

Sauf exception, les déposants sont à exclure du champ des investisseurs privés pouvant être mis à contribution. Dans cet esprit, la proposition de directive mentionnée plus haut gagnerait à inclure une « préférence pour le déposant ». Une protection renforcée dans le cadre de la garantie des dépôts pourrait de plus contribuer à dissuader toute panique dont on sait qu'elle peut constituer un facteur grave de risque

²⁹ En Espagne, deux cabinets d'audit indépendants (Roland Berger et Oliver Wyman) ont ainsi été mobilisés pour évaluer les besoins de recapitalisation des banques. La Grèce et l'Irlande ont également été soumises à des audits indépendants.

systémique. A l'inverse, même les créanciers « seniors » devraient être mis à contribution, et même si cette contribution met en péril leur solvabilité, dans la mesure où ils ne seraient pas considérés comme « systémiques ». Les dépréciations d'actifs peuvent donner lieu à plusieurs types de mesures non exclusives les unes des autres : une recapitalisation par les actionnaires privés, une restructuration des dettes supportée par les créanciers, un transfert d'actif vers une structure de défaisance dont une part significative du financement devrait consister en fonds propres et quasi-fonds propres souscrits par des investisseurs privés³⁰.

C'est uniquement dans le cas où les ressources du secteur privé s'avèreraient insuffisantes, soit en raison d'une réelle mise en danger de la solvabilité de créanciers eux-mêmes « systémiques », soit parce que les montants de réduction de dette seraient trop faibles, que devrait être envisagée la mobilisation du secteur public. Dans ce cas ultime s'appliquerait un second niveau de partage des pertes entre le pays d'origine et les pays concernés par la banque en difficulté (activité des filiales, par exemple) avec, en dernier recours, la possibilité de faire appel au MES³¹. Prévoir l'implication éventuelle du MES dans la recapitalisation de certaines banques est nécessaire pour rendre le processus crédible et, le cas échéant, éviter une nouvelle poussée de la crise d'endettement souverain. Le cas de la crise chypriote démontre aussi qu'il peut s'avérer impossible de maintenir l'intégrité du marché unique sans s'appuyer sur une ressource budgétaire commune³².

En résumé : achever d'ici début 2014 la première étape de l'union bancaire : audits indépendants de toutes les banques de la zone euro, sous le contrôle BCE/MSU ; restructurations nécessaires, en respectant la structure du passif et en limitant les financements publics aux cas « systémiques » et en dernier ressort.

Etape 2 (à partir de 2014) : pour tous les pays ayant franchi l'étape 1, prévoir un mécanisme d'échange de dette en cas de résurgence de la crise des dettes souveraines

Les plus gros risques de court terme pesant sur les finances publiques des Etats-membres sont le risque lié à la dette privée, via le système bancaire, et le manque de croissance, qui élève mécaniquement les taux d'endettement. C'est pourquoi on ne peut envisager de solidarité budgétaire sans avoir restructuré le système bancaire afin à la fois de lever le risque bancaire et de faire redémarrer le financement des économies. Cependant, la restructuration des dettes bancaires, même si elle s'appuie largement sur la participation des créanciers privés des banques, est de nature à aggraver l'endettement de certains Etats-membres. Or, en cas de nouvelle défiance des marchés vis-à-vis d'un Etat-membre, la zone euro est aujourd'hui mal équipée : elle peut proposer l'aide du MES complétée par le programme d'achat de la BCE (OMT), conditionnellement à un programme de réformes. Mais aucun outil n'existe à ce jour pour restructurer une dette publique de manière ordonnée, ce qui pose alors le problème de savoir si le

³⁰ L'expérience de la structure de défaisance (« *bad bank* ») espagnole enseigne toutefois qu'il n'est pas simple de faire appel aux fonds propres des investisseurs privés. Il faudra donc en passer par des règles contraignantes. Par exemple, les plus grands établissements de la place devraient impérativement souscrire au capital de la structure, pour un montant fonction du total de leur bilan. Une telle mesure faciliterait le financement des structures de défaisance tout en incitant les groupes bancaires à réduire leur taille. Ce concept est similaire à celui d'un mécanisme de résolution bancaire local abondé par des ressources du système bancaire sous la forme de contributions obligatoires, régulières ou contingentes (seulement en cas de crise).

³¹ Cette répartition des pertes entre pays a, par exemple, été proposée par Charles Goodhart et Dirk Schoenmaker (2009), dans « Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises », *International Journal of Central Banking*, vol. 5 n°2, pp. 141-165. Le caractère « systémique » d'une banque étant défini en fonction de la taille, mais aussi de la complexité des activités et de l'intensité des liens avec d'autres établissements. Rappeler cette différence entre banques « systémiques » et « non-système » pourrait inciter certains Etats à faire requalifier des banques de la seconde vers la première catégorie, au bénéfice de la stabilité de l'ensemble.

³² voir Guntram Wolff (2013), « Capital controls in Cyprus will put euro at risk », *Financial Times*, 26 mars.

programme OMT est de nature monétaire (pour contrer une crise de liquidité) ou budgétaire (pour contrer une crise de solvabilité).

Nous proposons qu'un pays ayant franchi l'étape 1 se voie proposer, en cas de besoin, un échange limité et temporaire de dette publique³³. Une Agence Européenne de la Dette (AED), spécifique ou intégrée au MES³⁴, procéderait à l'échange : elle acquerrait, sur le marché secondaire et au prix du marché, des obligations souveraines nationales, contre des obligations conjointes et solidaires au niveau de la zone euro. Effectuer l'échange au prix de marché (et non à la valeur faciale) permet, en cas de crise, d'effectuer une restructuration de façon ordonnée puisque le prix de l'échange est déterminé par le marché plutôt que par le pays débiteur. La décote, et donc, la réduction de dette, serait alors directement liée à la perte de confiance des marchés. Les détenteurs d'obligations souveraines se verraient offrir, à la place de leurs titres, des obligations de l'AED d'une valeur égale à la valeur de marché du titre cédé, la décote étant en partie constituée d'une baisse du flux d'intérêt et d'un allongement de la maturité. L'échange serait limité dans son montant (20% du PIB du pays concerné) et dans le temps (25 ans)³⁵. Le versement régulier des intérêts correspondant à l'obligation échangée s'appuierait sur le même principe que dans le cas du MES. Pour les pays sous programme, le respect des engagements vis-à-vis du MES serait également impératif. Si ces conditions sont satisfaites, les obligations venues à échéance pourraient être renouvelées dans le cadre de ce mécanisme durant les dix premières années³⁶. Les remboursements s'étaleraient sur quinze ans, à partir de la dixième année. La valeur des obligations à rembourser serait calée sur la valeur de marché au moment de l'échange, de manière à ce que l'allègement de dette soit effectif.

Une objection classique à tout projet d'échange d'une partie de la dette publique est que la partie de la dette échangée devient « senior », c'est-à-dire prioritaire en termes de remboursement, par rapport au reste de la dette, qui devient « junior » avec un taux d'intérêt qui risque d'augmenter fortement. Cet effet est toutefois fortement limité si l'échange porte sur un montant de dette ne dépassant pas 20% du PIB (voir l'encadré). Par ailleurs, il pourrait être en partie compensé par l'effet incitatif du mécanisme pour poursuivre les ajustements budgétaires, lié à la nécessité, pour l'Etat, de régulièrement procéder à de nouveaux échanges avec l'AED, pour les titres échus : tout manquement par rapport aux obligations en termes de versements à l'AED (et par rapport au programme MES) serait sanctionné par la nécessité de rembourser les obligations nationales à leur échéance, à leur valeur faciale, tandis qu'au contraire, un pays poursuivant son sentier d'ajustement bénéficierait de taux d'intérêt décroissants au fur et à mesure de ses

³³ Il s'agit bien d'un échange de dette et non pas d'une opération de rachat de dette. La différence entre les deux mécanismes est que dans le premier cas, le créancier reçoit une nouvelle obligation en échange de l'obligation nationale tandis que dans le second, il recevrait un paiement en « cash ». L'opération d'échange de dette évite tout problème potentiel d'accès aux marchés auquel l'agence de la dette pourrait être confrontée si cette dernière devait financer des opérations de rachat. Si le marché est liquide, les deux options sont équivalentes.

³⁴ Le MES a l'avantage d'exister déjà et de s'appuyer sur un traité. Cependant l'échange de dette que nous proposons ne fait pas partie de ses missions et il faudrait augmenter considérablement sa taille et sa structure. Le dispositif proposé pourrait s'inscrire dans le cadre de l'article 352 du traité.

³⁵ Les limites imposées au mécanisme devrait permettre à la Cour européenne de justice et à la Cour de Karlsruhe de le valider comme dans le cas du MES, même si les montants envisagés ici sont nettement supérieurs. On peut calculer (cf encadré) que, dans un scénario extrême où six pays périphériques ayant bénéficié du mécanisme feraient tous défaut sur la dette échangée, la perte pour l'Allemagne et la France resterait inférieure à 10% du PIB de ces deux pays.

³⁶ L'échange porterait sur toutes les maturités de la dette afin de ne pas déformer la structure par échéance de la dette non échangée (et donc, afin d'allonger effectivement sa maturité moyenne). A l'échéance des titres échangés, l'Etat concerné « rembourserait » l'AED à l'aide d'un nouveau titre de même maturité que celui échu, pour une valeur correspondant au prix payé par l'AED lors de l'opération d'échange et avec un taux d'intérêt fonction du taux de marché des obligations non échangées de même échéance. Ce n'est qu'à partir de la dixième année que l'Etat aurait à rembourser les titres échus à l'aide de ressources budgétaires.

refinancements. En tout état de cause, l'échange devrait être profilé de manière à minimiser l'effet de juniorisation³⁷.

Le gain, pour la soutenabilité budgétaire des Etats-membres concernés, viendrait de trois mécanismes :

- La décote au moment de l'échange. Par exemple, si le prix de marché est 40% au-dessous de la valeur faciale au moment de l'échange, la réduction de dette va jusqu'à $40\% \times 20\% = 8\%$ du PIB, pour un taux d'intérêt et une maturité inchangés³⁸.
- L'allongement de l'horizon : une partie de la dette serait sanctuarisée pendant dix ans, permettant au pays de se concentrer sur la dette restée nationale ; au bout de dix ans, les conditions de remboursement seraient plus faciles, par exemple parce que la valeur des actifs publics privatisables se serait redressée.
- Une crédibilité renforcée des ajustements budgétaires, du fait du risque de re-nationalisation de la dette en cas de défaillance de l'Etat bénéficiaire, et de la pression maintenue via les taux d'intérêt de marché au cours des opérations de refinancement des dettes échangées.

A ces trois facteurs s'ajoute l'effet positif d'une démarche d'intégration européenne et du fait d'avoir à disposition un instrument de gestion de crise et de solidarité.

Cet échange de dettes se heurte naturellement à l'article 125 du traité selon lequel un Etat membre ne saurait être co-responsable de la dette d'un autre. Si cette question doit ultimement être tranchée par des juristes, à ce stade les avis divergent sur la compatibilité ou non avec le traité d'un mécanisme impliquant une solidarité budgétaire³⁹. En tout état de cause, notre proposition va moins loin que le fonds d'amortissement proposé par les Sages allemands, qui envisage une mutualisation pour toutes les dettes excédant 60% du PIB pendant 25 ans⁴⁰, et elle repose sur une conditionnalité en termes d'actions passées des Etats (l'assainissement des bilans bancaires), ce qui est à la fois incitatif et sécurisant.

Parallèlement, le dispositif que nous proposons serait de nature à protéger la BCE contre le risque d'avoir à intervenir massivement et durablement au titre de l'OMT (ce qui, comme on l'a vu, constituerait une mutualisation *de facto* et potentiellement plus importante des dettes nationales via le bilan de la BCE).

La perspective d'accéder à ce mécanisme de solidarité en cas de crise peut fournir une incitation puissante aux Etats-membres à rapidement procéder au nettoyage de leur secteur bancaire (étape 1). En retour, ce nettoyage permettra à la fois de réduire le risque hors-bilan pour les finances publiques et le risque d'une longue crise économique à la japonaise. Il s'inscrit également comme une étape logique vers la mise en œuvre du mécanisme de surveillance bancaire unique. Cette mutualisation *conditionnelle aux*

³⁷ Des techniques existent pour limiter cet effet, comme les clauses de « défaut croisé », ou bien en ôtant son droit de vote à l'AED dans toute négociation de restructuration de dette si cela venait à se produire. En tout état de cause, l'AED ne doit pas bénéficier du statut de créancier « senior », ce qui peut être compensé par une collatéralisation partielle de l'échange. La collatéralisation doit cependant être utilisée avec prudence et respecter les contraintes légales et politiques. Par exemple, l'utilisation explicite de gages peut dans certains cas déclencher un défaut sur les obligations portant des clauses de nantissement négatif.

³⁸ Ce mécanisme de décote soulève le problème dit du « passager clandestin » : en réduisant l'endettement total, la décote améliore les perspectives de remboursement de la dette restée nationale, ce qui risque d'encourager les détenteurs de cette dette à la conserver plutôt que de l'apporter à l'échange et fait monter le prix de l'obligation au moment de l'échange, réduisant l'efficacité de l'échange en termes d'allègement de dette. A la limite, le prix peut remonter à un niveau tel que l'échange devienne inutile. Dans ce cas, l'absence d'échange ne révèle pas un échec du mécanisme, puisque la remontée du prix traduit *de facto* un regain de confiance. Ainsi, le mécanisme proposé peut jouer un rôle stabilisateur, même lorsqu'il n'est pas actionné.

³⁹ Pour le Parlement européen (« Rapport sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité » de Sylvie Goulard, adopté le 16 janvier 2013), ce type d'échange pourrait se faire dans le cadre de l'article 352 du traité.

⁴⁰ German Council of Economic Experts (2011) "A European redemption pact", Working Paper 2/2012, February.

restructurations bancaires permet aussi de formuler la conditionnalité en termes d'actions des Etats « *ex ante* » (restructurations bancaires) et non des résultats « *ex post* » (réduction de l'endettement public).

En résumé : conditionnellement à l'apurement du secteur bancaire, prévoir un mécanisme d'échange de dette nationale des pays en difficulté contre obligations garanties par les Etats membres de la zone euro de manière conjointe et solidaire, limité à 20% du PIB pendant 25 ans, avec ressource affectée. Le mécanisme pourrait être actionné en cas de crise, sur décision du MES. Le remboursement de cette dette serait programmé à partir de la dixième année.

Encadré : impact de l'échange sur les taux d'intérêt

Pour comprendre le problème de la « juniorisation », on peut, en première approximation, supposer que le taux d'intérêt moyen de la dette n'est pas affecté par l'opération d'échange. On suppose ici pour commencer que l'échange se fait sans décote. Prenons le cas de l'Italie. Le taux apparent sur la dette publique italienne en 2011 était de 4%, pour une dette totale de 120% du PIB⁴¹. Après l'échange, l'Italie se trouve avec 20 points de PIB de dette senior et 100 points de PIB de dette junior. Supposons que le taux d'intérêt sur la dette senior tombe à 2,5% (taux apparent le plus bas observé dans la zone en 2011). Le risque de défaut sur la dette italienne reste le même après l'échange, mais il est concentré sur la dette junior. Le taux d'intérêt payé sur cette dette junior est r tel que :

$$4\% \times 120 = 2,5\% \times 20 + r \times 100$$

On trouve $r = 4,3\%$: le taux d'intérêt sur la dette junior augmente de 0,3 point de pourcentage.

Supposons maintenant qu'au moment de l'échange, la dette italienne subisse une décote de 40%. Dans ce cas, 20 points de PIB de dette à la valeur de marché correspondent à $20/0,6=33$ points de PIB de dette à la valeur faciale. La dette junior n'est plus de 100 points de PIB, mais de $120-33=87$ points de PIB. Le taux d'intérêt correspondant est r tel que :

$$4\% \times 120 = 2,5\% \times 33 + r \times 87$$

On trouve $r = 4,6\%$. L'effet de juniorisation est plus marqué pour un pays moins endetté (car le risque de défaut se concentre sur un volume de titres plus réduit), mais ce sont aussi les pays les moins susceptibles de faire appel au mécanisme. Le tableau ci-dessous fournit une illustration du problème de la juniorisation pour un certain nombre d'Etats membres, en supposant qu'en cas d'échange, le taux d'intérêt sur la dette AED est de 2,56%, le taux apparent le plus bas observé en 2011. La partie droite du tableau fournit le résultat de ce calcul pour un échange compris entre 10 et 60 points de PIB. Avec un échange de 60 points de PIB (correspondant au projet de dettes bleues ou de fonds d'amortissement), l'effet de juniorisation est massif : le taux d'intérêt de la dette junior augmente de plus de cinq points de pourcentage (500 points de base) dans trois pays (Autriche, Espagne, Pays-Bas) et de plus d'un point et demi dans trois autres pays (Allemagne, Belgique, Portugal). Avec une mutualisation limitée à 20 points de PIB, en revanche, l'effet de « juniorisation » dépasse rarement 40 points de base. Notons que mécaniquement, l'effet de « juniorisation » est plus important pour les pays dont le stock de dette est relativement faible, qui sont ceux *a priori* qui ont le moins de chances d'avoir à faire appel au mécanisme.

⁴¹ Les chiffres sont ici arrondis pour plus de lisibilité.

Tableau : impact de différents scénarios d'échange sur les taux d'intérêt de la dette publique junior

	PIB (2011, mds d'euros)	Dettes (fin 2011, mds d'euros)	Intérêts nets versés (2011, mds d'euros)	Taux apparent sur la dette en 2011 (en %)	Hausse de taux sur la dette junior (en points de base), selon le scénario d'échange (en % du PIB)					
					10%	20%	30%	40%	50%	60%
Allemagne	2592,6	2088	65,9	3,16	9	22	39	65	107	192
Autriche	300,7	217,8	7,8	3,58	17	41	76	133	241	522
Belgique	369,8	361,6	12,8	3,54	12	27	46	72	109	165
Chypre	18	12,8	0,4	3,13	10	24	46	80	148	338
Espagne	1063,4	736,5	26,1	3,54	18	42	80	143	271	676
Finlande	189,4	92,8	2,7	2,91	11	28	65	182	-	-
France	1996,6	1717	52,6	3,06	7	17	30	49	78	130
Grèce	208,5	355,7	15	4,22	11	23	37	53	71	93
Irlande	159	169,2	5,2	3,07	6	13	23	35	51	74
Italie	1579,7	1906,7	76,3	4,00	14	30	50	74	106	148
Luxembourg	42,6	7,8	0,2	2,56	8	-	-	-	-	-
Pays-Bas	602	394,2	11,9	3,02	9	23	44	81	168	568
Portugal	170,9	184,7	6,9	3,74	13	28	47	73	106	154
Zone euro	9421	8297,2	285,7	3,44	12	28	49	79	124	202

Source : calculs Natixis.

Cette approche tend toutefois à maximiser l'effet de juniorisation car elle ne tient pas compte de la baisse potentielle du coût moyen de la dette liée à l'effet de crédibilité mentionné plus haut.

Impact pour ses partenaires

Quant au risque que fait peser la solidarité sur la soutenabilité budgétaire des pays du « centre », on peut le chiffrer à l'aide d'un scénario extrême où les six pays touchés par la crise d'endettement public (Irlande, Grèce, Espagne, Italie, Chypre, Portugal) bénéficieraient pleinement du dispositif mais feraient ensuite défaut. Le PIB agrégé de ces six pays étant d'environ 3150 milliards d'euros en 2012, effectuer un échange pour 20% de leur PIB représente un montant d'environ 630 milliards d'euros. Dans le cas extrême d'un défaut sur cette dette, le supplément de dette pour la France serait de 32% de cette somme et de 42% pour l'Allemagne soit une élévation de 10% du volume des dettes françaises et allemandes (pour mémoire, la dette française en 2012 est estimée à 90,3% du PIB et celle de l'Allemagne à 81,6%). L'impact de cette hypothétique hausse de dette sur les taux d'intérêt de ces deux pays est extrêmement difficile à quantifier.

Etape 3 (à partir de 2017) : en l'absence de nouvelle crise de dette souveraine, ou sous condition d'un succès du dispositif anti-crise instauré à l'étape 2, un partage de souveraineté en matière de stabilisation budgétaire

Si les étapes 1 et 2 relèvent de la gestion de crise, l'étape 3, qui concerne le régime de croisière, doit être définie assez vite pour donner une perspective aux Etats membres soumis à de violents efforts d'ajustement comme aux marchés qui manquent d'ancrage à long terme.

L'enjeu de l'étape 3 est de reconstruire une souveraineté partagée en matière de stabilisation macroéconomique. Pour ce faire, deux voies sont possibles (cf. supra) :

- La voie de la coordination budgétaire : l'AED émettrait annuellement, pour le compte de chaque pays, un montant de dette correspondant au déficit autorisé. Ceci permettrait d'associer à la surveillance *ex ante* des Etats une incitation à ne pas dépasser les limites de déficit convenues (car l'Etat devrait alors émettre lui-même le supplément de dette, sans bénéficier de la garantie de ses partenaires). Chaque nouvelle émission exigerait un engagement contraignant d'augmenter les ressources fiscales pour l'AED. Ce dispositif, qui n'implique pas d'endettement permanent pour les Etats membres (puisque seuls seraient autorisés des déficits en réponse à une conjoncture dégradée, des excédents étant requis en période de haut de cycle), pourrait être mis en place dans le cadre de l'article 352 du traité, avec, le cas échéant, une coopération renforcée⁴². Le déficit de chaque pays pourrait être décidé par le Conseil, sur proposition de la Commission européenne et après consultation des comités budgétaires indépendants des Etats membres concernés. Cette proposition reprend l'idée des dettes bleues/rouges en appliquant le principe aux flux nouveaux de dettes : sont bleues les dettes émises dans le cadre d'un accord européen ; sont rouges les dettes émises en excès. L'Etat concerné n'a pas intérêt à recourir à la dette rouge dont le coût de financement a toutes les chances d'être très au-dessus de celui sur les dettes bleues
- La voie fédérale : l'équilibre budgétaire exigé au niveau de chaque Etat membre serait compensé par la mise en place d'un budget zone euro assis sur des ressources propres ou quasi-propres, avec possibilité de déséquilibres cycliques financés par émission de dette commune. Le budget serait proposé par un Trésor de la zone euro et voté soit par le Conseil (dans le cadre des institutions actuelles), soit par le Parlement européen en formation zone euro (dans le cadre d'un nouveau traité). Notons que, si un changement de traité est cohérent, à terme, avec une telle approche, ceci n'est pas indispensable dans une phase intermédiaire, dans la mesure où aucun endettement permanent n'est programmé et où l'on peut s'appuyer sur la légitimité du Conseil⁴³.

Le processus en trois étapes décrit ci-dessus pourrait laisser certains membres de la zone euro au bord de la route, soit parce qu'ils ne seraient pas parvenus à assainir leurs bilans bancaires dans le temps imparti, soit parce qu'ils n'auraient pas souhaité participer à l'intégration budgétaire. Comme pour l'unification monétaire, il est important de prévoir qu'un pays puisse rejoindre le groupe ultérieurement. Néanmoins, le risque de défiance des marchés serait grand pour un pays de ne pas participer, si les autres pays le font. On peut penser que la perspective d'une souveraineté budgétaire retrouvée collectivement agira comme une puissante incitation à réaliser l'assainissement dans les temps.

En résumé : au terme d'un processus d'assainissement de quatre ans, reconstruire une souveraineté budgétaire partagée au moyen d'un budget zone euro ou bien d'une centralisation de la décision en matière de soldes budgétaires nationaux avec possibilité de financer les déficits autorisés à l'aide d'émissions de dette commune.

⁴² La coopération renforcée favoriserait la légitimité du dispositif en impliquant le Parlement européen.

⁴³ Dans une phase ultérieure, il pourrait être envisagé d'étendre l'ambition du budget de la zone euro, notamment en lui faisant prendre en charge des dépenses d'allocation financées par endettement. Un avantage serait alors de créer un marché liquide pour cette obligation de la zone euro. Toutefois un tel développement conduirait à redéfinir la répartition des rôles entre zone euro et Union européenne ; en outre, il nécessiterait un changement de traité dans la mesure où les Etats membres deviendraient solidaires d'une dette commune et permanente.

Conclusion

La proposition élaborée dans ce document n'a pas vocation à se substituer à un processus politique visant à définir les contours d'une nouvelle zone euro intégrée. Il nous semble cependant que ce débat politique sera inaudible si les Européens ne parviennent pas à trouver une solution robuste à la crise, qui touche durement les citoyens, particulièrement les plus jeunes. Une transition réussie vers l'union bancaire et budgétaire sera un élément déterminant pour relancer l'intégration européenne. Mais les responsables européens vont devoir offrir aux peuples un projet qui ne se réduise pas à une union bancaire et une union budgétaire. De ce point de vue, il est indispensable de compléter le dispositif transitoire avec des initiatives de nature sociale (par exemple un pilier européen de l'assurance chômage, une portabilité complète des retraites et de l'assurance chômage), ou sociétale (une aide à la mobilité des jeunes peu qualifiés), et avec des initiatives en faveur de la croissance (un renforcement de l'action de la Banque européenne d'investissement notamment à destination des PME). Ces questions dépassent le cadre de ce document mais ne doivent pas être oubliées si l'on souhaite retrouver l'élan des fondateurs.