



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 23.11.2011
COM(2011) 818 final

LIVRE VERT

sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité

LIVRE VERT

sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité

1. JUSTIFICATION ET CONDITIONS PREALABLES CONCERNANT LES OBLIGATIONS DE STABILITE¹

1.1. Contexte

Ce livre vert a pour objectif de lancer une vaste consultation publique sur le concept des obligations de stabilité, auprès de tous les acteurs concernés et parties intéressées, à savoir les États membres, les opérateurs du marché financier, les associations du secteur des marchés financiers, les universitaires, au sein de l'UE et au-delà, et le grand public, qui servira de base à la Commission européenne pour déterminer la voie à suivre dans ce domaine.

Ce document évalue la faisabilité de l'émission commune d'obligations souveraines (ci-après «l'émission commune) parmi les États membres de la zone euro ainsi que les conditions requises². L'émission d'obligations souveraines dans la zone euro s'effectue actuellement de manière décentralisée par les États membres, à l'aide de diverses procédures d'émission. L'introduction d'obligations de stabilité émises de manière commune signifierait une mise en commun des émissions souveraines entre les États membres et le partage des flux de revenus et des charges d'emprunt associés. Ce pourrait modifier considérablement la structure du marché des obligations souveraines de la zone euro, qui constitue le segment le plus important du marché financier de la zone euro dans son ensemble (voir l'annexe 1 pour obtenir plus de détails sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro).

Le concept de l'émission commune a initialement été discuté par les États membres à la fin des années 1990, lorsque le groupe Giovannini (qui a conseillé la Commission sur l'évolution des marchés des capitaux liée à l'euro) a publié un rapport présentant une gamme d'options possibles pour la coordination des émissions de la dette souveraine de la zone euro³. En septembre 2008, les participants du marché ont montré un regain d'intérêt pour l'émission commune, lorsque l'EPDA (European Primary Dealers Association) a publié un document de réflexion intitulé «A Common European Government Bond⁴. Ce document confirmait que les

¹ Le débat public et la documentation utilisent normalement le terme «euro-obligations». La Commission considère qu'un tel instrument aurait pour principal effet de renforcer la stabilité financière dans la zone euro. Par conséquent, conformément au discours sur l'État de l'Union que le président Barroso a prononcé le 28 septembre 2011, le présent livre vert fait référence aux «obligations de stabilité».

² En principe, l'émission commune pourrait également s'étendre aux États qui ne sont pas membres de la zone euro, mais cela impliquerait un risque de change. Une grande partie des obligations de plusieurs États non-membres de la zone euro est déjà libellée en euros, cela ne devrait donc pas constituer un obstacle important. Tous les États membres de l'UE pourraient avoir un intérêt à rejoindre l'obligation de stabilité, surtout si elle permettait de contribuer à réduire et à maintenir leurs coûts de financement et de générer des effets positifs sur l'économie par l'intermédiaire du marché intérieur. Du point de vue de l'obligation de stabilité, plus les États membres sont nombreux à participer, plus les effets positifs sont susceptibles d'être importants, notamment en raison de l'augmentation de la liquidité.

³ Groupe Giovannini: rapport sur l'émission coordonnée de la dette publique dans la zone euro (11/2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

⁴ Voir «A European Primary Dealers Association Report Points to the Viability of a Common European Government Bond», <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

marchés des obligations d'État de la zone euro restaient très fragmentés près de 10 ans après l'introduction de l'euro et abordait les avantages et les inconvénients de l'émission commune. En 2009, les services de la Commission ont à nouveau abordé la question de l'émission commune dans le rapport EMU@10.

L'intensification de la crise de la dette souveraine de la zone euro a suscité un vaste débat sur la faisabilité de l'émission commune⁵. Un nombre important de personnalités politiques, d'analystes du marché et d'universitaires ont promu l'idée de l'émission commune comme instrument potentiellement efficace pour répondre aux contraintes de liquidité dans plusieurs États membres de la zone euro. Dans ce contexte, le Parlement européen a invité la Commission à étudier la faisabilité de l'émission commune dans le cadre de l'adoption du paquet législatif sur la gouvernance économique de la zone euro, en soulignant que l'émission commune d'obligations de stabilité exigerait également de progresser vers une politique économique et budgétaire commune⁶.

Alors que l'émission commune a généralement été considérée comme une possibilité à long terme, le débat plus récent a porté sur les avantages potentiels à court terme en vue d'atténuer les tensions sur le marché de la dette souveraine. Dans ce contexte, l'introduction d'obligations de stabilité ne s'effectuerait pas à l'issue d'un processus de convergence économique et budgétaire, mais s'effectuerait parallèlement à un renforcement de la convergence et favoriserait la création et la mise en œuvre du cadre nécessaire pour une telle convergence. Une telle approche parallèle exigerait une avancée immédiate et décisive dans le processus d'intégration économique, financière et politique au sein de la zone euro.

L'obligation de stabilité serait différente des instruments existants émis conjointement. Les obligations de stabilité constitueraient un instrument conçu pour le financement courant des administrations publiques de la zone euro grâce à l'émission commune. À cet égard, il convient de les distinguer des autres obligations émises conjointement dans l'Union européenne et la zone euro, notamment les émissions visant à financer l'aide extérieure aux États membres et aux pays tiers⁷. En conséquence, l'ampleur de l'émission d'obligations de

⁵ Voir l'annexe 2 pour obtenir un aperçu des contributions analytiques au débat sur les obligations de stabilité.

⁶ La résolution du Parlement européen du 6 juillet 2011 sur la crise financière, économique et sociale: recommandations concernant les mesures et initiatives à prendre (2010/2242(INI)) indique: " ...13. demande que la Commission réfléchisse à un futur système d'euro-obligations et tâche d'identifier les conditions auxquelles un tel système bénéficierait à tous les États membres participants et à la zone euro dans son ensemble; fait remarquer que les euro-obligations offriraient une solution de rechange viable au marché obligataire en dollars des États-Unis et qu'elles favoriseraient l'intégration du marché de la dette souveraine européenne, la réduction des coûts de financement, le renforcement de la liquidité, la consolidation de la discipline budgétaire et le respect du pacte de stabilité et de croissance, la promotion des réformes structurelles coordonnées et une stabilité accrue des marchés de capitaux, ce qui soutiendrait l'idée selon laquelle l'euro peut constituer une «valeur refuge» au niveau mondial; rappelle que l'émission commune d'euro-obligations requiert de faire un pas de plus vers une politique économique et budgétaire commune;

14. souligne, dès lors, qu'en cas d'émission d'euro-obligations, cette émission devrait être limitée à un ratio de la dette au PIB de 60 % sous le régime de la responsabilité solidaire, en tant que dettes publiques de premier rang, et devrait être associée à des mesures d'incitation visant à réduire la dette souveraine pour lui faire atteindre ce niveau; suggère que l'objectif principal des euro-obligations devrait être de réduire la dette souveraine, d'éviter tout aléa moral et de prévenir la spéculation contre l'euro; indique que, pour avoir accès à ces euro-obligations, un programme de réduction de la dette devrait avoir été préalablement accepté et mis en œuvre;

⁷ Par exemple, les obligations que la Commission émet au titre du mécanisme de soutien à la balance des paiements/MESF et les obligations émises par le FESF ou l'émission pour financer les grands projets d'infrastructures à dimension transnationale (par exemple les emprunts obligataires pour le financement

stabilité serait beaucoup plus grande et plus continue que celle qu'impliquent les formes actuelles d'émission nationale ou conjointe.

L'émission d'obligations de stabilité pourrait être centralisée au sein d'un organisme unique ou rester décentralisée au niveau national avec une coordination étroite entre les États membres. La répartition des flux de revenus et des charges d'emprunt associés aux obligations de stabilité refléterait les parts respectives des émissions des États membres. Selon l'approche choisie pour l'émission des obligations de stabilité, les États membres pourraient accepter la responsabilité solidaire pour tout ou partie des charges d'emprunt, ce qui impliquerait la mutualisation correspondante des risques de crédit.

Bon nombre des implications liées aux obligations de stabilité dépassent largement le domaine technique et impliquent des questions relatives à la souveraineté nationale et au processus d'intégration économique et politique. Parmi ces questions, citons le renforcement de la coordination et de la gouvernance des politiques économiques, un degré plus élevé de convergence économique et, dans certains cas, la nécessité de modifier les traités. Plus le risque de crédit serait largement mutualisé entre les États souverains, plus la volatilité du marché serait faible, tout comme la discipline du marché concernant un État souverain particulier. Ainsi la stabilité budgétaire devrait davantage s'appuyer sur la discipline fournie par les processus politiques. De même, certaines des conditions préalables pour la réussite des obligations de stabilité, notamment un degré élevé de stabilité politique et de prévisibilité ou la portée de l'appui des autorités monétaires, dépassent largement le domaine technique.

N'importe quel type d'obligation de stabilité devra être accompagné d'une surveillance budgétaire considérablement renforcée et d'une coordination des politiques budgétaires comme complément indispensable, afin d'éviter l'aléa moral et d'assurer la viabilité des finances publiques, ainsi que de soutenir la compétitivité et la réduction des déséquilibres macroéconomiques préjudiciables.

Cela aurait nécessairement des implications pour la souveraineté budgétaire, ce qui requiert un débat de fond dans les États membres de la zone euro.

Comme ces questions nécessitent un examen approfondi, ce document a été adopté par la Commission afin de lancer un processus nécessaire de débat politique et de consultation publique sur la faisabilité de l'introduction des obligations de stabilité et les conditions préalables à cette introduction.

1.2. Justification

Le débat sur l'émission commune a considérablement évolué depuis le lancement de l'euro. Initialement, la justification de l'émission commune était principalement axée sur les avantages du renforcement de l'efficacité du marché grâce à une liquidité accrue sur le marché des obligations souveraines de la zone euro et dans l'ensemble du système financier de la zone euro. Plus récemment, dans le contexte actuel de la crise de la dette souveraine, le centre du débat s'est déplacé vers les aspects liés à la stabilité. Dans ce contexte, il est possible d'identifier les principaux avantages suivants concernant l'émission commune:

de projets que la Commission peut éventuellement émettre). Les divers types d'émissions conjointes et les autres instruments semblables aux obligations de stabilité sont abordés à l'annexe 3.

1.2.1. Gérer la crise actuelle et prévenir les crises de la dette souveraine à l'avenir

La perspective des obligations de stabilité pourrait permettre d'apaiser la crise actuelle de la dette souveraine, car les États membres à haut rendement pourraient bénéficier de la forte solvabilité des États membres à faible rendement. Même si l'introduction d'obligations de stabilité pouvait prendre un certain temps (voir section 2), un accord préalable sur l'émission commune pourrait avoir des répercussions sur les attentes du marché et permettre de réduire ainsi les coûts de financement moyen et marginal des États membres qui sont actuellement confrontés à des contraintes de financement. Cependant, pour qu'un tel effet perdure, une feuille de route pour des obligations communes devra s'accompagner d'engagements parallèles en faveur d'un renforcement de la gouvernance économique, permettant de garantir que l'ajustement budgétaire et structurel nécessaire pour assurer la viabilité des finances publiques serait mis en œuvre.

1.2.2. Renforcer la stabilité financière dans la zone euro

Les obligations de stabilité permettraient au système financier de la zone euro de mieux résister aux chocs défavorables à venir et de renforcer ainsi la stabilité financière. Les obligations de stabilité permettraient d'offrir à tous les États membres participants un accès plus sécurisé au refinancement, empêchant ainsi une perte soudaine de l'accès au marché en raison d'une aversion au risque injustifié et/ou du comportement grégaire des investisseurs. En conséquence, les obligations de stabilité permettraient d'atténuer la volatilité des marchés et de réduire ou d'éliminer la nécessité des mesures coûteuses de soutien et de sauvetage pour les États membres qui sont temporairement exclus du financement sur les marchés. Les effets positifs de ces obligations dépendent de la gestion des facteurs potentiellement dissuasifs pour la discipline budgétaire. Cet aspect sera abordé plus en détail à la section 1.3 et à la section 3.

Le système bancaire de la zone euro bénéficierait de la disponibilité des obligations de stabilité. Les banques détiennent généralement de grandes quantités d'obligations souveraines, comme investissements liquides à faible risque et faiblement volatils. Les obligations souveraines servent aussi de réserves de liquidités, car elles peuvent être vendues à des prix relativement stables ou peuvent être utilisées pour garantir des opérations de refinancement. Cependant, les dettes souveraines détenues par les banques présentent clairement une distorsion nationale importante, ce qui crée un lien important entre les bilans de ces banques et le bilan de l'État souverain. Si la situation budgétaire de l'État souverain se détériore de manière importante, la qualité des garanties disponibles dans le système bancaire national est inévitablement compromise, exposant ainsi les banques à un risque de refinancement à la fois sur le marché interbancaire et pour l'accès aux facilités de l'Eurosystème. Les obligations de stabilité constitueraient une source de garanties plus solide pour toutes les banques de la zone euro, en réduisant leur vulnérabilité à la détérioration des notations de crédit des différents États membres. De même, pour les autres investisseurs institutionnels (par exemple les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension), qui tendent à détenir une part relativement élevée des obligations souveraines nationales, une obligation de stabilité constituerait un instrument plus homogène et plus solide.

1.2.3. Faciliter la transmission de la politique monétaire

Les obligations de stabilité permettraient de faciliter la transmission de la politique monétaire de la zone euro. La crise de la dette souveraine a porté atteinte à la chaîne de transmission de la politique monétaire, car les rendements des obligations d'État ont fortement divergé sur des marchés très volatils. Dans certains cas extrêmes, le fonctionnement des

marchés a été altéré et la BCE est intervenue par l'intermédiaire du programme pour les marchés de titres. Les obligations de stabilité permettraient de créer un panier plus vaste d'actifs sûrs et liquides. Cela contribuerait à garantir que les conditions monétaires établies par la BCE passeraient en douceur et uniformément par l'ensemble du marché des obligations souveraines pour influencer sur les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages et finalement sur la demande globale.

1.2.4. *Améliorer l'efficacité du marché*

Les obligations de stabilité permettraient de promouvoir l'efficacité du marché des obligations souveraines de la zone euro et de l'ensemble du système financier de la zone euro. L'émission d'obligations de stabilité permettrait d'offrir la possibilité d'un marché vaste et très liquide, présentant un rendement de référence unique, contrairement à la situation actuelle où de nombreux repères nationaux existent. La liquidité et la qualité de crédit élevée du marché des obligations de stabilité permettraient d'obtenir des rendements de référence faibles, qui se traduiraient par conséquent par un risque de crédit et des primes de liquidité faibles (voir encadré 1). Un ensemble unique de rendements de référence des obligations de stabilité «sans risque pour toutes les échéances contribuerait à développer le marché obligataire, stimulant ainsi l'émission par des émetteurs non souverains, par exemple des sociétés, des municipalités et des sociétés financières. La disponibilité d'obligations de référence liquides dans la zone euro permettrait également de faciliter le fonctionnement de nombreux marchés de produits dérivés libellés en euros. L'introduction d'obligations de stabilité pourrait être un catalyseur supplémentaire pour l'intégration du règlement des titres européens, en parallèle avec l'introduction prévue de TARGET2-Titres (Target2 Securities, T2S), la plate-forme paneuropéenne de règlement commun de la BCE, et d'autres mesures réglementaires possibles au niveau de l'UE. De ces diverses façons, l'introduction d'obligations de stabilité pourrait entraîner une baisse des coûts de financement à la fois pour le secteur public et le secteur privé au sein la zone euro et, ainsi, mieux soutenir le potentiel de croissance à long terme de l'économie.

Encadré 1: Rendement escompté des obligations de stabilité: le soutien empirique

L'introduction d'obligations de stabilité devrait permettre d'améliorer la liquidité des marchés des obligations d'État de la zone euro, réduisant ainsi la prime de liquidité que les investisseurs perçoivent implicitement pour la détention des obligations d'État. Cet encadré présente une tentative visant à quantifier les économies importantes qu'il serait possible de réaliser en réduisant la prime de liquidité. Une deuxième composante du rendement escompté des obligations de stabilité, à savoir la prime de risque de crédit probable, s'est avérée plus controversée. Les primes de liquidité et de crédit d'une obligation de stabilité dépendraient de manière cruciale des options choisies pour la conception et la structure de garantie de ces obligations.

Plusieurs analyses empiriques ont comparé le rendement d'obligations hypothétiques couramment émises avec le rendement moyen des obligations existantes. Ces analyses supposent l'absence de baisse de la prime de liquidité et d'une quelconque amélioration du risque de crédit par l'émission commune, au-delà de la moyenne des notes des États membres. Carstensen (2011) a estimé que le rendement des obligations communes, s'il s'agit simplement de la moyenne pondérée des taux d'intérêt des États membres, serait supérieur de 2 points de pourcentage au bund allemand à 10 ans. Une autre estimation (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011) a conclu que la différence de rendement par rapport aux bunds allemands pourrait être de 0,5 à 0,6 point de pourcentage. Le raisonnement sous-jacent est que les variables budgétaires sont les principaux facteurs qui déterminent les écarts de rendement des obligations souveraines. En matière budgétaire, l'agrégat de la zone euro serait comparable à la France, donc le rendement des obligations communes serait plus ou moins égal à celui des obligations

françaises. Une analyse de JP Morgan (2011), qui utilise une approche comparable, indique une plage similaire d'environ 0,5 à 0,6 point de pourcentage. La banque française Natixis a réalisé une analyse plus poussée dans ce sens (2011) qui laisse penser que la valeur des obligations communes pourrait être fixée à environ 20 points de base au-dessus des obligations actuellement notées AAA. Favero et Missale (2010) affirment que les rendements américains, ajustés pour la prime de risque de change, constituent une bonne référence pour les rendements des obligations communes, car ces obligations viseraient à rendre les marchés obligataires de la zone euro semblables au marché américain en matière de risque de crédit et de liquidité. Ils indiquent que dans les années qui ont précédé la crise financière, le désavantage en matière de rendement des obligations d'État américaines par rapport à celles de l'Allemagne était d'environ 40 points de base, ce qui correspondrait alors aux gains de liquidité obtenus en émettant des obligations communes dans les mêmes conditions que les obligations américaines.

Afin de fournir une estimation des gains réalisables concernant les primes de liquidité, la Commission a réalisé une analyse statistique de chaque émission d'obligations souveraines dans la zone euro après 1999. Le volume de l'émission est utilisée comme approximation (car il s'agit de l'indicateur le plus largement disponible, même s'il peut sous-estimer le gain potentiel concernant les primes de liquidité) de la liquidité d'une émission d'obligations, et le coefficient de régression détermine les gains réalisables avec une émission d'obligations dont le volume est plus élevé⁸. Un premier modèle est estimé en utilisant les données sur les États membres de la zone euro notés AAA (signalés par «AAA dans le tableau) et un deuxième modèle est estimé en utilisant les données sur tous les États membres disponibles de la zone euro (signalé par «AA). Le deuxième modèle tient également compte de la notation de chaque émission. Il en ressort que tous les coefficients sont significatifs à des niveaux classiques, et qu'entre 70 et 80 % de l'écart est expliquée par l'estimation.

Tableau: estimation du modèle et évolution escomptée du rendement en raison de la baisse de la prime de liquidité

	<i>Moyenne historique 1999-2011</i>			<i>Situation du marché 2011</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Rendement (%) – modèle	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Évolution du rendement avec le volume du marché américain	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

Pour obtenir le gain de la prime de liquidité, les coefficients de l'estimation du modèle ont été utilisés pour simuler la chute potentielle des rendements des obligations qui ont été émises selon le volume moyen des émissions aux États-Unis plutôt que selon le volume moyen des émissions dans la zone euro. Ainsi, le volume des émissions aux États-Unis permet de déterminer dans quelle mesure un marché d'obligations de stabilité est susceptible de devenir liquide. Dans une première série de calculs, l'avantage de liquidité était dérivé de la moyenne historique du rendement des «portefeuilles depuis 1999. À titre de comparaison, les mêmes calculs ont été réalisés en tenant compte des conditions du marché à l'été 2011.

La deuxième ligne du tableau indique que le gain de rendement dû à un volume plus élevé des émissions serait de l'ordre de 10 à 20 points de base pour la zone euro, selon la note de crédit obtenue, mais qu'il ne dépendrait pas vraiment du fait que la conjoncture de marché passée ou récente soit utilisée. Le gain de rendement correspondant pour l'Allemagne serait d'environ 7 points de base. Les

⁸ Le volume des émissions telles qu'enregistrées dans Dealogic a été ajusté pour intégrer le volume des émissions adjacentes présentant une échéance et une date de règlement similaires. Pour tenir compte des différences concernant la situation des marchés soumis à des contraintes temporelles, des variables de contrôle sont mises en place pour l'impact du niveau du taux d'intérêt (le taux swap à 2 ans) et de la courbe de rendements (la différence entre les taux swap à 10 ans et à 2 ans) en vigueur au moment de chaque émission.

simulations montrent que le gain escompté de la prime de liquidité est plutôt limité et diminue pour les États membres qui bénéficient déjà de la note la plus élevée.

Même s'il est évident que les États Membres qui sont actuellement confrontés à des rendements élevés bénéficieraient à la fois de la mutualisation du risque de crédit et de l'amélioration de la liquidité des obligations communes, les États membres dont le rendement est actuellement faible pourrait être confrontés à des rendements plus élevés en l'absence d'amélioration du risque de crédit des émetteurs présentant actuellement un haut rendement. En principe, les paiements compensatoires pourraient permettre de redistribuer les gains associés à la prime de liquidité, mais en l'absence d'une meilleure gouvernance, la qualité de crédit globale de la dette de la zone euro pourrait en fait se détériorer en raison d'une discipline de marché moins forte, dans une mesure telle que les États membres qui présentent actuellement un rendement faible seraient confrontés à des coûts de financement accrus.

1.2.5. Renforcer le rôle de l'euro dans le système financier mondial

Les obligations de stabilité permettraient de faciliter les investissements de portefeuille en euro et de favoriser un système financier mondial plus équilibré. Le marché du Trésor américain et le marché des obligations souveraines de la zone euro entière ont une taille comparable mais la fragmentation des émissions libellées en euro implique une disponibilité bien plus élevée en termes de volume au niveau des bons du Trésor que pour chacun des émetteurs nationaux individuels de la zone euro. Depuis 1999, la taille des émissions des bons du Trésor américain à dix ans représente en moyenne près du double de la taille des émissions du Bund allemand et dépasse même la taille des obligations émises par tout autre État membre de l'UE. Selon les données disponibles, les volumes négociés sur le marché au comptant du Trésor américain constituent aussi un multiple des volumes négociés sur le marché correspondant de la zone euro où on assiste à une migration des liquidités vers les marchés dérivés. La forte liquidité des bons du Trésor américain est l'un des facteurs ayant conféré à ceux-ci la place majeure et privilégiée qu'ils occupent dans le système financier mondial (soutenus par le dollar américain en tant que monnaie de réserve internationale unique), attirant de ce fait les investisseurs institutionnels. Par conséquent, les plus grands volumes d'émissions et la plus forte liquidité des marchés secondaires qui découleraient de l'émission d'obligations de stabilité renforceraient la position de l'euro en tant que monnaie de réserve internationale.

1.3. Conditions préalables

Alors que les obligations de stabilité offrirait des avantages substantiels en termes de stabilité financière et d'efficacité économique, il convient absolument de relever leurs inconvénients potentiels. À ce titre, il conviendrait de respecter des conditions préalables essentielles de nature économique, juridique et technique. Ces conditions préalables, qui impliqueraient des modifications au niveau du Traité et des ajustements considérables à la conception institutionnelle de l'UEM et de l'Union européenne, sont discutées ci-dessous.

1.3.1. Limiter l'aléa moral

Les obligations de stabilité ne doivent pas entraîner une diminution de la discipline budgétaire au sein des États membres de la zone euro. La période qui suit le lancement de l'euro se caractérise notamment par l'incohérence des politiques budgétaires en termes de discipline de marché dans les États membres participants. Rétrospectivement, la forte convergence des rendements obligataires observée dans la zone euro au cours de la première décennie de l'euro ne se justifiait pas par les résultats des États membres en matière budgétaire. La correction ultérieure à 2009 a été brutale, voire éventuellement trop forte à certains égards. En dépit de cette incohérence, les derniers faits semblent confirmer que les marchés peuvent discipliner les politiques budgétaires nationales dans la zone euro. Avec certaines formes d'obligations de stabilité, cette discipline serait réduite voire entièrement effacée puisque les États membres de la zone euro mutualiseraient le risque de crédit de tout ou partie de leur dette publique, impliquant de ce fait un risque d'aléa moral. L'aléa moral inhérent à une émission conjointe provient du partage éventuel par l'ensemble des participants du risque de crédit provenant de l'absence, au niveau individuel, de discipline budgétaire.

L'émission d'obligations de stabilité, du fait de l'affaiblissement éventuel qu'elle peut entraîner au niveau de la discipline de marché, nécessiterait un remaniement profond du cadre de gouvernance économique au sein de la zone euro. Il conviendrait d'adopter des mesures de protection supplémentaires visant à assurer la viabilité à long terme des finances

publiques. Lesdites mesures devraient non seulement être axées sur la discipline budgétaire mais aussi sur la compétitivité économique (voir section 3). Alors que l'adoption du nouveau programme de gouvernance économique offre déjà une sérieuse mesure de protection devant être renforcée davantage par de nouveaux règlements fondés sur l'article 136⁹, il se peut que le cadre des obligations de stabilité doive aller encore plus loin, notamment s'il était question d'une mutualisation du risque de crédit. Si les obligations de stabilité étaient considérées comme un moyen de contourner la discipline de marché, leur acceptabilité serait mise en doute par les États membres et les investisseurs.

Si l'établissement d'une politique responsable et axée sur la stabilité doit reposer avant tout sur des politiques budgétaires prudentes en période de conjoncture favorable et sur une correction rapide de toute déviation, l'expérience a montré que des déséquilibres macroéconomiques plus larges, comprenant des pertes de compétitivité, peuvent affecter très gravement les finances publiques. Par conséquent, la coordination accrue des politiques imposée par l'introduction des obligations de stabilité doit également servir à éviter et corriger les déséquilibres macroéconomiques préjudiciables.

Garantir une qualité de crédit élevée et que tous les États membres tirent avantage des obligations de stabilité.

L'acceptation par les investisseurs des obligations de stabilité nécessiterait qu'elles aient une qualité de crédit élevée. Les obligations de stabilité doivent être conçues et émises de sorte que les investisseurs les considèrent comme un investissement très sûr. Par conséquent, l'acceptation et la réussite des obligations de stabilité bénéficieraient grandement de la notation la plus élevée possible. Une notation inférieure pourrait avoir des retombées négatives sur sa valorisation (rendement supérieur à la normale) et la disposition des investisseurs à absorber des quantités suffisamment élevées d'émissions. En particulier si les émissions nationales AAA des États membres étaient poursuivies et coexistaient ainsi pour entrer en concurrence avec les obligations de stabilité. Il conviendrait aussi de disposer d'une qualité de crédit élevée pour établir les obligations de stabilité en tant que titre de référence au plan international et pour soutenir l'essor et le fonctionnement efficace des marchés des instruments financiers à terme et des options y afférents¹⁰. Dans ce cadre, la mise en place des obligations de stabilité doit adopter une transparence suffisante pour permettre aux investisseurs de valoriser les garanties sous-jacentes. Sans cela, il se pourrait que les investisseurs mettent en doute le nouvel instrument et les rendements seraient considérablement supérieurs aux rendements actuels des États membres les plus solvables.

L'obtention d'une qualité de crédit élevée contribuera aussi grandement à assurer l'acceptation des obligations de stabilité par tous les États membres de la zone euro. Une question essentielle concerne le mode de répartition des risques et des profits parmi les États membres. Dans certaines de leurs formes, les obligations de stabilité signifieraient que les États membres disposant d'une notation de crédit inférieure à la moyenne pourraient obtenir

⁹ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de budgets et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro.

¹⁰ L'expérience tirée de la notation des obligations de l'EFSF montre qu'une notation de l'obligation supérieure aux garanties moyennes prises par les États membres participants a été obtenue en recourant à divers outils, tels que la détention d'espèces, le maintien de fonds propres capables d'absorber les pertes et la constitution d'une garantie supérieure au montant de l'émission. Même si la gestion de ces éléments s'est accompagnée d'une certaine complexité dans le cas de l'EFSF, ces éléments peuvent s'avérer utiles pour renforcer la notation de crédit de l'obligation de stabilité.

des frais de financement moindres tandis que les États membres bénéficiant déjà d'une notation de crédit élevée pourraient encourir des pertes nettes si les effets de la mutualisation du risque dominaient les effets positifs de la liquidité. Par conséquent, le soutien des obligations de stabilité auprès des États membres qui bénéficient déjà d'une notation AAA nécessiterait la garantie d'une qualité de crédit tout aussi élevée en ce qui concerne le nouvel instrument de façon à ce que les coûts de service de leurs dettes n'augmentent pas. Comme il a déjà été expliqué, ceci reposerait sur une réduction réussie de l'aléa moral. L'acceptabilité des obligations de stabilité pourrait encore être renforcée par un mécanisme de redistribution de certains des avantages de financement entre les États membres mieux notés et moins bien notés (voir encadré 2).

La notation de crédit des obligations de stabilité dépendrait essentiellement de la qualité du crédit des États membres participants et de la structure de garantie sous-jacente¹¹.

- Dans le cas de *garanties solidaires (non conjointes)*, chaque État membre garant serait responsable pour sa part d'engagements relevant de l'obligation de stabilité selon une clé de contribution spécifique¹². Pour autant que les États membres continuent d'obtenir des notations individuelles, un abaissement de la notation d'un grand État membre aboutirait très probablement à un abaissement correspondant de l'obligation de stabilité, sans toutefois avoir nécessairement un impact sur la notation des autres États membres. Dans les circonstances actuelles où seuls six États membres de la zone euro possèdent une notation AAA, une obligation de stabilité dotée d'une telle structure de garantie ne pourrait vraisemblablement pas être se voir attribuer une notation AAA et pourrait même recevoir une notation équivalant aux États membres disposant de la notation la plus faible, à moins d'être soutenue par un rehaussement du crédit.
- Dans le cas de *garanties solidaires (non conjointes) bénéficiant d'un statut prioritaire et de sûretés*, chaque État membre garant serait de nouveau responsable pour sa propre part de l'émission des obligations de stabilité. Toutefois, pour garantir le remboursement des obligations de stabilité à tout moment, même en cas de défaut, un certain nombre de rehaussements de crédit doivent être envisagés par les États membres. Tout d'abord, un statut prioritaire pourrait être appliqué à l'émission des obligations de stabilité. Deuxièmement, les obligations de stabilité pourraient être partiellement garanties (par ex. par des espèces, de l'or, des actions de sociétés publiques, etc.). Troisièmement, des flux particuliers de recettes pourraient être affectés à la couverture des coûts du service de la dette relatifs aux obligations de stabilité. Les obligations de stabilité obtiendraient ainsi la notation AAA, bien que les notations des obligations nationales des États membres moins solvables soient susceptibles de connaître un abaissement relatif.
- Dans le cas de *garanties solidaires et conjointes*, chaque État membre garant serait non seulement responsable de sa propre part de l'émission des obligations de stabilité, mais aussi de tout autre État membre qui ne respecte pas ses engagements¹³. Même avec cette structure de garanties, il ne serait pas totalement exclu que la notation des obligations de stabilité puisse être affectée si un nombre restreint d'États membres notés AAA étaient amenés à garantir des engagements considérables d'autres États membres moins bien notés. Il existe aussi un risque que, dans une situation extrême, une série d'abaissements de

¹¹ Dans la présente section, les termes *garantie solidaire* et *garantie conjointe et solidaire* sont utilisés selon leur acceptation économique, qui peut diverger de leurs définitions juridiques.

¹² Comme un budget de l'UE ou la clé de répartition du capital de la BCE.

¹³ Dans de telles circonstances, les États membres participants pourraient toutefois faire valoir leurs droits auprès de l'État membre en défaut.

notations puisse avoir un effet boule de neige; p.ex. un abaissement d'un grand État membre noté AAA pourrait entraîner l'abaissement de la notation de l'obligation de stabilité, qui pourrait à son tour avoir des répercussions négatives sur les notations de crédit d'autres États membres. Par conséquent, des mesures de protection suffisantes doivent absolument être mises en place pour assurer la discipline budgétaire parmi les États membres participants par le biais d'un cadre de gouvernance économique solide (avec éventuellement un statut prioritaire des obligations de stabilité par rapport aux obligations nationales dans l'hypothèse où celles-ci continueraient d'exister).

Encadré 2: redistribution possible des avantages financiers entre les États membres

Le risque d'aléa moral associé à l'émission d'obligations de stabilité avec des garanties conjointes pourrait être évité grâce à un mécanisme permettant de redistribuer certains des avantages financiers de l'émission d'obligations de stabilité entre les États membres les mieux notés et les plus mal notés. Un tel mécanisme pourrait permettre que l'émission d'obligations de stabilité soit une proposition gagnant-gagnant pour tous les États membres de la zone euro. Il est possible d'utiliser un exemple stylisé impliquant deux États membres pour le démontrer:

La dette publique des deux États membres s'élève à environ 2 milliards d'euros, mais l'État membre A paie un rendement de 2 %, tandis que l'État membre B verse un rendement de 5 % sur les émissions nationales à 5 ans. L'émission d'obligations de stabilité permettrait de financer intégralement les deux États membres, avec une échéance de 5 ans et un taux d'intérêt de 2 %). La distribution de l'émission d'obligations de stabilité serait de 50 % pour chaque État membre.

Une partie de l'avantage financier dont l'État membre B bénéficierait dans le cadre de l'émission d'obligations de stabilité pourrait être redistribué à l'État membre A. Par exemple, un escompte de 100 pb pour l'État membre A pourrait être financé par la prime de 300 pb pour l'État membre B. En conséquence, l'obligation de stabilité pourrait permettre de financer l'État membre A avec un rendement de 1 % et l'État membre B avec un rendement de 3 %. Les deux États membres bénéficieraient de coûts de financement moins élevés qu'avec une émission nationale.

Inutile de dire qu'il conviendrait de formuler le mécanisme de distribution interne des avantages liés à l'émission d'obligations de stabilité, mais ce mécanisme serait lié à la performance budgétaire relative dans le contexte du cadre de gouvernance économique de la zone euro.

1.3.2. Assurer la cohérence avec le traité de l'UE

La cohérence avec le traité de l'UE serait indispensable pour réussir l'introduction d'obligations de stabilité. Premièrement, les obligations de stabilité ne doivent pas être contraires à l'interdiction sur le «renflouement des États membres prévue dans le traité. La compatibilité des obligations de stabilité avec le cadre actuel du traité dépend de la forme spécifique choisie. Certaines options pourraient exiger des modifications de certaines dispositions du traité. L'article 125 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) interdit aux États membres d'assumer le passif d'un autre État membre.

L'émission d'obligations de stabilité avec des garanties conjointes et solidaires déboucherait a priori sur une situation de violation de l'interdiction de renflouement. Dans une telle situation, un État membre serait en effet tenu responsable indépendamment de

sa clé de répartition «habituelle, si un autre État membre était incapable d'honorer ses engagements financiers. Dans ce cas, un amendement au traité s'avérerait nécessaire. Cet amendement pourrait avoir lieu dans le cadre de la procédure simplifiée si un organisme de gestion commune de la dette de la zone euro était créé dans un cadre intergouvernemental, mais il serait probablement nécessaire de recourir à la procédure ordinaire s'il relevait directement de la législation européenne, car il permettrait d'étendre les compétences de l'UE. Sauf si une base spécifique était établie dans le traité, une approche reposant sur la législation de l'UE nécessiterait probablement le recours à l'article 352 du TFUE, qui implique un vote unanime du Conseil et le consentement du Parlement européen. L'émission d'obligations de stabilité et la coordination économique et budgétaire plus stricte qui est nécessaire pour assurer sa réussite nécessiteraient aussi très probablement d'apporter d'importants changements à la législation nationale dans un certain nombre d'États membres¹⁴.

L'émission d'obligations de stabilité avec des garanties solidaires mais non conjointes serait possible avec les dispositions existantes du traité. Par exemple, l'augmentation sensible du volume de prêts autorisé du MES et la modification des conditions de prêt en vue de lui permettre de rétrocéder les montants empruntés sur les marchés à tous les États membres de la zone euro pourraient être prévues de manière à respecter l'article 125 du TFUE, pourvu que la nature prorata de la clé de répartition associée au MES demeure inchangée. Le même raisonnement s'appliquerait aux émissions d'un éventuel bureau de gestion commune de la dette, dont les engagements resteraient strictement limités à un prorata.

Il serait également nécessaire de modifier le traité si on envisageait un cadre de gouvernance économique de la zone euro beaucoup plus intrusif. En fonction des caractéristiques spécifiques des obligations de stabilité, la gouvernance et la surveillance budgétaire et économique dans les États membres participants devraient être renforcées afin d'éviter l'émergence d'un aléa moral. D'autres modifications qualitatives dans la gouvernance, au-delà des propositions contenues dans les mesures du 23 novembre, exigeront probablement de modifier le traité. La section 3 traite de manière plus approfondie de telles options de renforcement de la gouvernance budgétaire.

2. OPTIONS POUR L'EMISSION D'OBLIGATIONS DE STABILITE

De nombreuses options ont été proposées pour l'émission d'obligations de stabilité, en particulier depuis le début de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Toutefois, ces options peuvent généralement se classer en trois grandes approches, en fonction du degré de substitution des émissions nationales (complète ou partielle) et de la nature de la garantie sous-jacente (conjointe et solidaire ou solidaire) impliquée. Ces trois grandes approches sont¹⁵:

¹⁴ Par exemple, la décision de la Cour constitutionnelle allemande du 7 septembre 2011 interdit au législateur allemand de mettre en place un mécanisme permanent «qui entraînerait une présomption de responsabilité envers les décisions volontaires des autres États membres, surtout si leurs répercussions sont difficiles à évaluer». Elle exige également que, même dans un système de gouvernance intergouvernementale, le Parlement continue de contrôler les décisions fondamentales en matière de politique budgétaire.

¹⁵ Une quatrième approche impliquant la substitution complète des obligations de stabilité et des garanties solidaires mais non conjointes serait également possible mais n'est pas envisagée, car elle ne serait pas sensiblement différente des dispositions existantes en matière d'émission. En outre, des cas mixtes

- (1) la substitution complète de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires;
- (2) la substitution partielle de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires; et
- (3) la substitution partielle de l'émission de l'obligation de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties solidaires mais non conjointes.

Dans cette section, chacune de ces trois approches est évaluée d'après les avantages et les conditions préalables décrits à la section 1.

2.1. Approche n° 1: Substitution complète de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires

Selon cette approche, le financement public dans la zone euro serait entièrement couvert par l'émission d'obligations de stabilité, tandis que l'émission nationale serait abandonnée. Les États membres pourraient émettre des obligations de stabilité de manière décentralisée au moyen d'une procédure coordonnée, mais il serait plus efficace de créer une agence de la dette de la zone euro¹⁶. Cette agence centralisée émettrait des obligations de stabilité sur le marché et distribuerait le produit aux États membres en fonction de leurs besoins de financement respectifs. Sur la même base, l'agence servirait les intérêts des obligations de stabilité en percevant les paiements d'intérêts et du principal des États membres. Les obligations de stabilité seraient émises en vertu d'une garantie solidaire et conjointe fournie par tous les États membres de la zone euro, ce qui implique la mise en commun de leurs risques de crédit. Compte tenu de la nature solidaire et conjointe des garanties, la note de crédit des États membres de la zone euro serait très probablement dominante pour déterminer la note des obligations de stabilité, ce qui laisse penser qu'une obligation de stabilité émise aujourd'hui pourrait avoir une note de crédit élevée. Néanmoins, la conception des garanties croisées intégrées dans les obligations de stabilité et les implications pour la note de crédit et les rendements devraient faire l'objet d'une analyse plus approfondie.

Cette approche serait plus efficace pour offrir les avantages liés à l'émission d'obligations de stabilité. La substitution complète des émissions d'obligations de stabilité à l'émission nationale permettrait d'assurer le refinancement complet pour tous les États membres, indépendamment de l'état de leurs finances publiques nationales. De cette façon, les fortes contraintes de liquidité que connaissent actuellement certains États membres pourraient être surmontées et leur récurrence pourrait être évitée à l'avenir. Cette approche permettrait également de créer un marché homogène et de grande envergure pour les obligations de stabilité, avec des avantages importants en termes de liquidité et de réduction des primes de risque de liquidité. Les nouvelles obligations de stabilité fourniraient une obligation de référence commune à la zone euro et constitueraient à ce titre un cadre de référence plus efficace pour calculer le risque dans l'ensemble du système financier de la zone euro. En fournissant des garanties publiques de haute qualité aux établissements financiers de tous les États membres, cette approche permettrait de maximiser les avantages de l'émission commune en améliorant la résilience du système financier de la zone euro ainsi que la transmission de la

pourraient être conçus, par exemple plusieurs garanties sur des titres de créance assorties d'une garantie solidaire limitée pour combler les pénuries de liquidité à court terme.

¹⁶ Voir la section 4 pour un examen des avantages et des inconvénients liés à l'émission centralisée et décentralisée.

politique monétaire. Avec cette approche, l'obligation de stabilité fournirait également au système financier mondial un deuxième marché refuge dont la taille et la liquidité seraient comparables au marché américain des titres du Trésor, et serait donc plus efficace pour promouvoir le rôle international de l'euro.

Dans le même temps, cette approche impliquerait le risque d'aléa moral le plus élevé. Les États membres pourraient effectivement profiter gratuitement de la discipline des autres États membres, sans aucune implication sur leurs coûts de financement. En conséquence, il serait nécessaire d'accompagner cette approche d'un cadre très solide visant à assurer la discipline budgétaire, la compétitivité économique et la réduction de déséquilibres macroéconomiques au niveau national. Un tel cadre nécessiterait de faire avancer d'un grand pas le processus d'intégration économique, financière et politique par rapport à la situation actuelle. Sans ce cadre, il est toutefois peu probable que cette approche ambitieuse d'émission d'obligations de stabilité offre un résultat acceptable pour les États membres et les investisseurs. Compte tenu des garanties solidaires et conjointes pour l'obligation de stabilité et la robustesse requise dans le cadre sous-jacent de discipline budgétaire et de compétitivité économique, cette approche d'émission d'obligations de stabilité impliquerait très probablement de modifier le traité.

Avec cette approche, il conviendrait de définir le périmètre de la dette publique devant être émise sous forme d'obligations de stabilité. Dans plusieurs États membres, les obligations sont émises non seulement par les gouvernements centraux, mais aussi par les autorités régionales ou municipales¹⁷. En principe, il serait possible de choisir d'inclure les émissions réalisées au niveau sous-national. L'avantage évident de cette option serait que les avantages potentiels en termes de stabilité du marché, de liquidité et d'intégration seraient élargis. Elle serait également compatible avec l'approche de l'UE en matière de surveillance budgétaire, qui couvre la totalité de la dette publique et des déficits. Par ailleurs, la mise en commun des émissions des gouvernements centraux uniquement peut constituer une disposition plus transparente et plus sûre. Les données des gouvernements centraux sont généralement plus facilement accessibles, ce qui n'est pas toujours le cas de celles des autorités locales. Par ailleurs, l'émission couvrirait uniquement les déficits entièrement contrôlés par les gouvernements centraux. Du point de vue du marché uniquement, les obligations de stabilité remplaceraient les obligations connues du gouvernement central, ce qui faciliterait l'évaluation et la valorisation des nouvelles obligations de stabilité¹⁸.

Le processus de mise en œuvre progressive en vertu de cette approche pourrait être organisé de différentes façons selon le rythme d'introduction souhaité. Avec une mise en œuvre accélérée, les nouvelles émissions prendraient entièrement la forme d'obligations de stabilité et les obligations gouvernementales restantes pourraient être converties en nouvelles obligations de stabilité, c'est-à-dire en échangeant une certaine quantité d'obligations gouvernementales nationales contre de nouvelles obligations de stabilité. Le principal avantage de cette option serait la création quasi immédiate d'un marché liquide avec une courbe de rendement de référence complète. Le rachat des anciennes obligations pourrait aussi permettre d'atténuer les gros problèmes de financement que rencontrent actuellement les États membres qui ont des dettes et des taux d'intérêt élevés. Toutefois, l'opération peut s'avérer compliquée et nécessiterait l'étalonnage minutieux des taux de conversion pour

¹⁷ C'est notamment le cas en Allemagne et dans une moindre mesure en Espagne et en France.

¹⁸ Cette couverture étroite des obligations de stabilité impliquerait que les États membres seraient tenus de s'engager à ne pas émettre leurs propres obligations nationales, ou autres obligations souveraines, y compris leurs entités sous-fédérales si ces dernières sont incluses dans le système d'émission conjointe.

minimiser les perturbations du marché. On peut aussi envisager un système plus progressif, c'est-à-dire une nouvelle émission complète, voire seulement partielle, d'obligations de stabilité pour chaque État membre, tandis que les obligations d'État des pays de la zone euro resteraient en circulation sur le marché secondaire. Cela permettrait au marché de s'habituer progressivement à ce nouvel instrument et de développer des outils d'analyse/de prix, ce qui poserait moins de risques en termes de perturbation du marché. Cependant, avec cette variante, la création d'un marché complet d'obligations de stabilité prendrait plusieurs années (en fonction des échéances des obligations en circulation), ce qui retarderait les avantages possibles. Comme pour les anciennes obligations en circulation, ce segment déclinerait progressivement et serait remplacé par les obligations de stabilité et les nouvelles obligations nationales. Ainsi, la liquidité globale de ce segment diminuerait au fil du temps et, par conséquent, la prime de liquidité des obligations existantes pourrait augmenter progressivement.

Puisqu'il serait nécessaire de modifier le traité, la mise en œuvre de cette approche pourrait prendre énormément de temps.

2.2. Approche n° 2: Substitution partielle de l'émission nationale par l'émission d'obligations de stabilité, avec des garanties solidaires et conjointes

Avec cette approche, l'émission d'obligations de stabilité serait étayée par des garanties solidaires et conjointes, mais ne remplacerait qu'une part limitée de l'émission nationale.

La part de l'émission qui ne fait pas partie des obligations de stabilité resterait soumise aux garanties nationales respectives. Cette approche d'émission commune est connue sous le nom d'«approche bleu-rouge»¹⁹. En conséquence, le marché des obligations souveraines de la zone euro comporterait deux parties distinctes:

- *Les obligations de stabilité* (ou «obligations bleues): L'émission d'obligations de stabilité ne se produirait que selon certaines limites prédéfinies et ne couvrirait donc pas nécessairement l'ensemble des besoins de refinancement de tous les États membres. Ces obligations pourraient bénéficier d'une garantie solidaire et conjointe et impliqueraient un taux de refinancement uniforme pour tous les États membres²⁰.
- *Les obligations d'État* («obligations rouges). Le reste de l'émission nécessaire pour financer les budgets des États membres s'effectuerait au niveau national, avec des garanties nationales. En conséquence, les obligations nationales seraient, au moins de facto, subordonnées aux obligations de stabilité, car ces dernières sont couvertes par des garanties conjointes et solidaires²¹. L'ampleur de l'émission nationale de chaque État membre dépendrait de celle qui a été convenue pour l'émission commune d'obligations de stabilité et des besoins globaux de refinancement de l'État concerné. Selon la taille des marchés et le volume des émissions d'obligations nationales résiduelles et la qualité du crédit du pays, ces obligations nationales auraient une liquidité et des caractéristiques de

¹⁹ Voir Delpla, J. et von Weizsäcker, J. (2010). Ils ont proposé un plafond d'endettement de 60 % du PIB, motivé par les critères de Maastricht.

²⁰ Comme dans l'approche n° 1, l'émission d'obligations de stabilité pourrait être menée de manière décentralisée, mais elle serait sans doute gérée plus efficacement par un bureau de gestion centrale de la dette.

²¹ Ce statut subordonné des obligations nationales peut uniquement s'appliquer aux nouvelles obligations nationales, à savoir celles qui ont été émises après l'introduction des obligations de stabilité. Inversement, les «anciennes» obligations nationales devraient bénéficier du même statut que les obligations de stabilité, car une modification de leur statut équivaldrait, techniquement, à un défaut.

crédit spécifiques à chaque pays et par conséquent des rendements différents. Par ailleurs, puisque la majeure partie du risque souverain serait concentrée dans les obligations nationales, le risque de crédit serait amplifié²². L'intensification des pressions du marché sur l'émission nationale permettrait d'assurer la discipline du marché.

Les critères spécifiques permettant de déterminer les proportions relatives des obligations de stabilité et de l'émission nationale constitueraient un problème clé dans cette approche. Les principales options seraient les suivantes:

- *Un système simple fondé sur des règles:* Par exemple, chaque État membre pourrait avoir droit à un volume d'obligations de stabilité égal à un pourcentage déterminé de son PIB, qui pourrait correspondre au critère de 60 % stipulé dans le traité. Un aspect important à prendre en compte est le degré de concentration du risque de la part nationale (et subordonnée), qui dépend lui-même du volume de l'émission commune (plus la part de l'émission d'obligations de stabilité est élevée, plus le risque est concentré sur l'émission nationale résiduelle). Pour éviter un risque de crédit excessif concernant l'émission nationale, tout en offrant les avantages de liquidité de l'émission commune, il pourrait convenir de fixer le plafond à un niveau plus prudent.
- *Un système plus flexible lié au respect de politiques:* Le montant maximal de l'émission d'obligations de stabilité d'un État membre pourrait être fixé comme ci-dessus, mais le plafond serait lié en permanence au respect par l'État membre des règles et recommandations du cadre de gouvernance de la zone euro. Leur non-respect pourrait être sanctionné par un abaissement (éventuellement automatique) du plafond de la dette en obligations de stabilité de l'État membre concerné (voir également la section 3). Ce système servirait aussi de stabilisateur quasi-automatique de la qualité de crédit des obligations de stabilité, car la part respective des États membres peu performants sur le plan budgétaire seraient réduite.

La crédibilité du plafond de l'émission d'obligations de stabilité constituerait une considération clé. Une fois que les obligations bleues sont épuisées, les coûts de financement de l'État membre pourraient augmenter considérablement. Cela pourrait entraîner des pressions politiques visant à augmenter le plafond. À moins qu'il n'existe des garanties solides permettant de lutter contre de telles pressions, l'anticipation d'un plafond «flexible pourrait permettre d'éliminer en grande partie les effets en matière de discipline de l'approche bleu-rouge. Par conséquent, indépendamment des critères établis pour déterminer le plafond de l'émission d'obligations de stabilité, il serait essentiel que ce plafond soit maintenu et non ajusté de manière arbitraire, par exemple, pour répondre à des pressions politiques.

Cette approche en matière d'émission des obligations de stabilité est moins ambitieuse que l'approche de la complète substitution des émissions nationales décrite ci-dessus et procure de ce fait moins d'avantages sur les plans économique et financier. De par leur priorité eu égard aux obligations nationales et la structure de garantie, les obligations de stabilité présenteraient un risque de crédit très faible qui se refléterait par une notation de crédit élevée (c'est-à-dire la notation AAA). Le rendement des obligations de stabilité serait donc comparable aux rendements des obligations d'État AAA existantes dans la zone euro. Des avantages correspondants pourraient de ce fait être retirés en termes de stabilité financière

²² Delpla et von Weizsäcker soutiennent qu'en raison du risque élevé de défaut, la dette rouge devrait en grande partie rester à l'écart du système bancaire, en ne pouvant plus bénéficier des opérations de refinancement de la BCE et en étant soumise dans le système bancaire à des exigences strictes en matière de fonds propres.

de la zone euro, de transmission de la politique monétaire et du rôle de l'euro au plan international, bien que ces avantages soient inférieurs à ceux qui seraient retirés dans l'approche plus ambitieuse de la complète substitution des émissions nationales par l'émission des obligations de stabilité. Comme la phase de constitution progressive de l'émission des obligations de stabilité en vue d'atteindre son plafond convenu prendra vraisemblablement quelques années, tous les États membres pourraient disposer d'un accès très vaste aux marchés financiers pendant la phase de démarrage, en recourant aux obligations de stabilité. Ceci surmonterait les éventuelles difficultés auxquelles certains États membres sont confrontés en termes de liquidité tout en engendrant au cours de la même période les mêmes implications en termes d'aléa moral que celles discutées à la section 2.1 concernant l'approche de complète substitution. Puisque ces derniers États membres seraient contraints de revenir aux émissions nationales une fois le plafond des obligations de stabilité atteint, il conviendrait pour ces États de donner de nouvelles assurances garantissant qu'ils entreprendraient au cours de cette période les assainissements budgétaires et réformes structurelles nécessaires pour rassurer les investisseurs et conserver ainsi l'accès aux marchés au terme de la période d'introduction. Les rendements des nouvelles émissions obligataires nationales augmenteraient toutefois en raison de leur rang subordonné. En fin de compte, en supposant qu'une part raisonnablement élevée des obligations de stabilité ait été émise, le marché devrait être liquide, mais pas autant que si toutes les obligations de stabilité avaient été émises, étant donné que les obligations nationales résiduelles occuperaient aussi une certaine part de marché.

D'autre part, les conditions préalables à l'émission des obligations de stabilité relevant de cette approche seraient légèrement moins contraignantes. La fixation d'un plafond pour l'émission d'obligations de stabilité contribuerait à réduire l'aléa moral en maintenant une certaine discipline par le biais des émissions nationales résiduelles. Le lien existant entre l'aléa moral, la discipline de marché et le risque de contagion dans la fixation du plafond correct des obligations de stabilité n'est toutefois pas direct. Un plafond relativement bas des obligations de stabilité (qui implique une grande quantité d'émissions nationales résiduelles) limiterait l'aléa moral mais pourrait laisser les États membres qui ont aujourd'hui une dette élevée vulnérables face au risque de défaut catastrophique en ce qui concerne leurs émissions nationales. Un défaut catastrophique de cette nature propagerait le risque de contagion à l'ensemble de la zone euro. Un plafond relativement élevé des obligations de stabilité (qui implique une faible quantité d'émissions nationales résiduelles) impliquerait un risque plus élevé d'aléa moral mais autoriserait la possibilité de défaut d'un État membre, avec des effets moins catastrophiques et des risques de contagion moindres pour la zone euro dans son ensemble. Il conviendrait toujours de disposer d'un cadre robuste de maintien de la discipline budgétaire et de la compétitivité économique au niveau national pour soutenir l'émission des obligations de stabilité, bien que la discipline de marché conférée par le maintien des émissions nationales puisse impliquer un transfert de souveraineté moins brusque que dans l'approche de complète substitution par l'émission des obligations de stabilité. En attendant, le choix du plafond déterminerait aussi la qualité de crédit probable de l'obligation de stabilité. Un plafond relativement bas soutiendrait la qualité du crédit des obligations de stabilité en limitant le montant de la dette couverte par les garanties conjointes et solidaires plus fortes²³.

²³ La proposition de Bruegel, reprenant les critères de Maastricht à titre de référence, fixe le plafond à 60 % du PIB bien que d'autres propositions comportant des plafonds encore plus bas, aient été avancées. Il a en effet été allégué qu'un plafond suffisamment bas garantit pratiquement un risque de défaut nul sur les euro-obligations. Une hypothèse standard dans l'évaluation des risques de défaut est qu'en cas de défaut, 40 % de la dette est recouvrable. Si l'on applique ce raisonnement à la dette souveraine, un plafond inférieur à la valeur de recouvrement impliquerait que la dette émise dans le cadre d'un programme conjoint serait recouvrable en toutes circonstances.

La garantie conjointe et solidaire des obligations de stabilité nécessiterait presque certainement des modifications au traité.

Le processus de mise en place de cette approche pourrait à nouveau être organisé de différentes façons en fonction du rythme d'introduction souhaité. Dans le cadre d'une mise en place accélérée, une certaine part des obligations d'État de la zone euro en circulation serait remplacée par des obligations de stabilité à une date déterminée au préalable et à l'aide de facteurs déterminés au préalable. Une masse critique d'obligations de stabilité en circulation et un marché doté d'une liquidité suffisante, assortis d'une courbe de rendement de référence complète, seraient ainsi rapidement établis. Ceci impliquerait toutefois que la plupart des États membres atteignent les plafonds au moment de la transition et qu'ils continuent de faire appel aux marchés des capitaux par le biais d'obligations nationales. Dans les conditions actuelles du marché, certains États membres pourraient s'en trouver désavantagés. Dans une mise en place plus progressive, l'ensemble (ou la quasi-totalité) des nouvelles émissions brutes des États membres prendraient la forme des obligations de stabilité jusqu'à ce que le plafond de ces dernières soit atteint. Étant donné que l'émission d'obligations de stabilité devrait seulement (ou presque seulement) avoir cours pendant quelques années, cette approche contribuerait à alléger les pressions du marché et laisser aux États membres vulnérables le temps que les réformes prennent effet. La période de transition présente toutefois des enjeux spécifiques provenant du fait que les pays fortement endettés ont ordinairement des reports plus grands et plus fréquents. À moins que de nouveaux arrangements soient convenus, la substitution de leur dette par des obligations de stabilité à hauteur du plafond sera plus rapide que la moyenne tandis qu'en ce qui concerne les pays dont la dette est inférieure au plafond, le processus prendra plus de temps. Il en résulte que le risque individuel qu'une garantie conjointe et solidaire éventuelle couvrirait, serait biaisé à la hausse pendant la phase de transition tandis que de l'autre côté, l'effet de liquidité, qui compenserait les pays AAA, serait toujours faible. Il convient peut-être de refléter cette spécificité dans les accords de gouvernance. À titre d'exemple, une solution de remplacement pourrait être de fixer des plafonds annuels prédéfinis qui, à partir de zéro, seraient relevés progressivement jusqu'à la valeur souhaitée à long terme.

En raison de la nécessité d'apporter des modifications au traité, la mise en œuvre de cette approche pourrait, comme pour l'approche n° 1, être laborieuse bien que les moindres changements nécessaires à apporter à la gouvernance économique et budgétaire, du fait du rôle partiel joué par les marchés en termes de signalisation et de discipline, pourraient rendre le processus de mise en œuvre moins complexe et moins long.

Encadré 3: pacte de remboursement de la dette et obligations sûres

À titre d'exemple spécifique de l'approche de l'émission de substitution partielle, le Conseil allemand des experts économiques (GCEE) a présenté dans son rapport annuel 2011/12²⁴ une proposition concernant des obligations sûres faisant partie d'une stratégie de réduction de la dette à l'échelle de la zone euro, destinée à ramener le niveau de la dette publique en dessous du plafond des 60 % visé dans le traité de Maastricht.

L'un des piliers de la stratégie est le fonds connu sous le nom de «fonds de remboursement de la dette». Ce fonds de remboursement mutualiserait la dette publique qui dépasse 60 % du PIB

²⁴ Publication le 9 novembre 2011 à l'adresse <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, paragraphes 9 à 13 et 184 à 197.

individuel des États membres de la zone euro. Il reposerait sur une responsabilité conjointe. Chaque pays participant serait contraint, en vertu d'une trajectoire d'assainissement définie, de rembourser de façon autonome la dette transférée sur une période de 20 à 25 ans. La responsabilité conjointe au cours de la phase de remboursement signifie que des obligations sûres seraient ainsi créées. En pratique, le fonds de remboursement émettrait des obligations sûres et le produit serait utilisé par les pays participants pour couvrir leurs besoins de financement actuels préalablement convenus aux fins du remboursement des obligations en circulation et des nouveaux emprunts. Par conséquent, le transfert de la dette aurait lieu progressivement sur une période d'environ cinq ans. Les États membres ayant une dette supérieure à 60 % du PIB n'auraient donc pas à rechercher de financement sur le marché pendant la phase de déploiement pour autant qu'ils respectent la trajectoire de réduction de la dette préalablement convenue. Au terme de la phase de déploiement, les montants de dette en circulation dans la zone euro comprendraient: (i) la dette nationale à hauteur de 60 % du PIB d'un pays, et (ii) la dette transférée au fonds de remboursement de la dette dont le montant s'élèverait au solde de la dette au moment du transfert. Des questions ouvertes subsistent, concernant par exemple le risque du fonds et l'incidence sur le rang de subordination de facto découlant de la constitution de sûretés pour les obligations du fonds.

La proposition du GCEE concernant le pacte de remboursement de la dette combine une émission conjointe (provisoire) et des règles strictes en matière d'ajustement budgétaire. Ces obligations sûres ne constituent pas une proposition relative aux obligations de stabilité au sens du présent Livre vert, en ce sens que l'émission commune serait provisoire et s'appliquerait uniquement aux États membres ayant un ratio de la dette publique supérieur à 60 % de leur PIB. Le GCEE propose au contraire de mettre en place un outil de financement provisoire qui donnerait du temps et une marge de manœuvre financière à tous les États membres de la zone euro pour ramener leur dette en deçà des 60 % de leur PIB. Dès que cet objectif sera atteint, le fonds et les obligations sûres seront automatiquement liquidés. Les obligations sûres sont donc un outil de crise plutôt qu'un mode d'intégration permanente des marchés des obligations d'État de la zone euro. En dépit de son caractère provisoire, le pacte de remboursement de la dette pourrait contribuer à la résolution des problèmes actuels de surendettement.

2.3. Approche n° 3: Substitution partielle des émissions nationales par les émissions des obligations de stabilité assorties de garanties solidaires mais non conjointes

Dans cette approche, les obligations de stabilité ne remplaceraient aussi que partiellement les émissions nationales et seraient soutenues par des garanties proportionnelles des États membres de la zone euro²⁵. Cette approche diffère de l'approche n° 2 en ce sens que les États membres conserveraient la responsabilité de leur part respective de l'émission des obligations de stabilité ainsi que de leurs émissions nationales. Les questions concernant la scission entre les obligations de stabilité et les émissions nationales, notamment le choix du plafond de l'émission des obligations de stabilité, resteraient toutefois largement identiques.

La présente approche des obligations de stabilité donnerait moins d'avantages que l'émission conjointe mais nécessiterait aussi le respect d'un nombre moins grand de

²⁵ Cette approche a été envisagée dans le rapport du groupe Giovannini (2000) par le biais toutefois d'une émission décentralisée; plus récemment, elle a été avancée par De Grauwe et Moesen (2009), Monti (2010) et Juncker et Tremonti (2010).

conditions préalables. Du fait de la garantie solidaire, mais non conjointe, l'aléa moral serait modéré. Les États membres ne pourraient effectuer d'émissions qui tireraient parti d'une qualité de crédit éventuellement plus élevée d'autres États membres. Par ailleurs, le maintien de l'émission des obligations nationales exposerait les États membres à un examen approfondi et au jugement du marché qui auraient un effet dissuasif supplémentaire, et peut-être occasionnellement, fort face à un comportement irresponsable en matière budgétaire. Tandis que cette approche serait moins utile à la promotion de l'efficacité et de la stabilité des marchés financiers, son déploiement serait plus facile et plus rapide. En présence de garanties solidaires mais non conjointes, les États membres soumis à des primes de risque de marché élevées, tireraient bien moins parti de la solvabilité des États membres à bas rendement que dans l'approche n° 2 et que dans l'approche n° 1. En ce sens, la contribution éventuelle de l'approche n° 3 dans la réduction d'une crise de la dette souveraine dans la zone euro et ses implications éventuelles sur le secteur financier seraient beaucoup plus limitées. Toutefois, cette approche, du fait de sa durée de mise en œuvre bien plus rapide, pourrait, contrairement aux deux autres approches, contribuer à résoudre la crise actuelle de la dette souveraine.

La question essentielle concernant cette approche serait la nature de la garantie sous-jacente à l'obligation de stabilité. En l'absence d'un rehaussement de crédit quel qu'il soit, la qualité du crédit d'une obligation de stabilité soutenue par des garanties solidaires mais non conjointes, pourrait tout au plus revêtir la qualité moyenne (pondérée) du crédit des États membres de la zone euro. Elle pourrait même être déterminée par la qualité du crédit de l'État membre le moins bien noté, à moins qu'elle ne bénéficie d'une priorité crédible par rapport aux émissions nationales dans le cas de tous les États membres (voir ci-dessous). Ceci réduirait l'acceptation de l'instrument par les investisseurs et les États membres les mieux notés et compromettrait les avantages des obligations de stabilité, notamment leur stabilité en périodes de tensions financières.

Pour renforcer l'acceptation des obligations de stabilité dans le cadre de cette approche, la qualité des garanties sous-jacentes pourrait être rehaussée. Les États membres pourraient conférer la priorité au service de la dette des obligations de stabilité. Par ailleurs, les États membres pourraient apporter des sûretés, comme des réserves de liquidités ou d'or qui dépassent largement les besoins dans la plupart des pays de l'UE, ainsi qu'affecter des recettes fiscales spécifiques au service de la dette des obligations de stabilité. Plus que dans l'approche n° 2 où la partie conjointe est couverte par des garanties conjointes et solidaires, la faisabilité de cette option repose sur le rang supérieur de l'émetteur conjoint et sur une limite prudente fixée pour l'émission conjointe. Ceci renvoie à la nécessité d'une analyse prudente des implications de cette option pour les actuelles obligations en circulation, susceptibles de renfermer certaines clauses de restriction en matière de constitution de sûretés, et de l'identification de solutions appropriées.

Contrairement à des conditions ordinaires où le coût total de la dette d'un pays devrait rester constant ou diminuer, les frais marginaux de la dette s'élèveraient. Ceci devrait contribuer à contenir l'aléa moral et inciter la discipline budgétaire, même en l'absence de toute forme particulière de gouvernance ou surveillance budgétaire renforcée. L'obligation de stabilité servirait ainsi de lien et renforcerait l'efficacité du paquet de gouvernance nouvellement mis en place, si les montants à financer par le biais de l'émission conjointe sont fixés en rapport étroit avec les objectifs budgétaires fixés dans les programmes de stabilité, elle constituerait une forte incitation à réduire rapidement les niveaux d'endettement

globaux²⁶. Elle éliminerait aussi la nécessité d'une modification au traité à cet égard. Le maintien de la qualité de crédit de l'obligation de stabilité exigerait toutefois plus que probablement une législation dérivée pour établir le rang supérieur de l'obligation de stabilité.

Les solutions de remplacement concernant le traitement des obligations héritées, ainsi que leurs avantages et inconvénients respectifs, seraient semblables à celles décrites dans l'approche n° 2.

Cette option pourrait être mise en œuvre relativement rapidement. Cette option pourrait être envisagée sans nécessiter de modifications au traité de l'UE tandis que la législation dérivée pourrait contribuer à renforcer le principe de subordination. Par ailleurs, la substitution des émissions nationales par les obligations de stabilité ne serait que partielle.

2.3.1. Combinaison des approches

Étant donné que le champ d'application, l'ambition et la durée de mise en œuvre requise diffèrent selon les trois approches, celles-ci pourraient aussi être combinées. On peut considérer que l'approche n° 1 est la plus ambitieuse, car elle donnerait les meilleurs résultats en termes d'intégration de marché et de renforcement de la stabilité mais elle pourrait exiger une durée de mise en œuvre considérable. À l'inverse, l'approche n° 3 du fait de son champ d'application différent et de sa structure de garantie, semble mieux se prêter à un déploiement plus rapide. Il existe donc un certain conflit entre l'ambition des caractéristiques et le champ d'application des obligations de stabilité et le rythme possible de la mise en œuvre. Pour surmonter ce conflit, il serait possible de combiner les différentes approches sous formes d'étapes successives d'un processus de mise en œuvre progressive: une introduction relativement rapide reposant sur une approche partielle et une structure de garanties solidaires assortie d'un calendrier de mise en œuvre ultérieure de cet instrument et d'une gouvernance renforcée y relative. Une telle feuille de route politique de départ pourrait contribuer à garantir l'acceptation par le marché des obligations de stabilité dès le départ.

2.3.2. Incidences sur les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro et les pays tiers

La participation au cadre des obligations de stabilité est généralement conçue pour les États membres de la zone euro²⁷. Ceci s'explique par le désir naturel des États membres d'émettre des titres d'emprunt et de maintenir les marchés dans leur propre monnaie et par le fait que des obligations électroniques pourraient faire partie d'un cadre d'intégration économique et politique renforcée. Ces États membres seraient toutefois touchés par l'introduction des obligations de stabilité, assortie d'un cadre de gouvernance économique renforcé. La stabilité financière de la zone euro encouragée par les obligations de stabilité stabiliserait aussi directement et considérablement les marchés et les établissements financiers de ces pays. Ceci vaudrait aussi pour tout pays tiers, dans la mesure où ce pays entretient des

²⁶ De même, bien que cette proposition laisse supposer la nécessité de modifier le traité, Bini-Smaghi a proposé une euro-obligation assortie de garanties proportionnelles tout en disposant du droit d'émettre de la dette transférée des États membres vers un organisme supranational. L'émission de la dette pourrait s'effectuer à hauteur de montants convenus par le Conseil dans le cadre de l'approbation annuelle des programmes de stabilité, ce qui ne permettrait pas d'émettre de dette pour couvrir les dépenses au-dessus de la limite de la dette fixée chaque année. De cette façon, un «frein à l'endettement» serait créé, ce qui contraindrait un pays à prendre une décision dans les plus brefs délais lorsque sa dette publique se rapproche trop de la limite convenue.

²⁷ Même si dans l'approche n° 3 notamment, la participation des États membres en dehors de la zone euro semble concevable.

relations économiques et financières avec la zone euro. Par ailleurs, la création par les obligations de stabilité d'un très grand marché de qualité pour les actifs sûrs, pourrait renforcer la concurrence entre les marchés financiers dans l'intérêt des investisseurs.

Tableau 1: aperçu des trois principales options

	(Option 1)	(Option 2)	(Option 3)
Principales caractéristiques			
– Degré de substitution des émissions nationales par les obligations de stabilité	Complet	Partiel	Partiel
– Structure de garantie	Conjointe solidaire	et Conjointe et solidaire	Solidaire (non conjointe) assortie de rehaussements
Principaux effets			
– sur les frais de financement moyens 1/ pour les obligations de stabilité dans leur ensemble 2/ selon les pays	1/ Effet positif moyen provenant d'une liquidité très élevée compensée par un fort aléa moral 2/ Forte migration des avantages des pays mieux notés vers les pays moins bien notés.	1/ Effet positif moyen du fait d'une liquidité moyenne et d'un aléa moral limité 2/ Migration réduite des avantages des pays mieux notés vers les pays moins bien notés. Certaines tensions de marché sur les États membres connaissant un endettement élevé et des notations de crédit à risques.	1/ Effet positif moyen, effet de liquidité moindre et meilleures politiques encouragées par une meilleure discipline de marché 2/ Absence d'effet en fonction des pays. Tensions de marché accrues sur les États membres connaissant un endettement élevé et des notations de crédit à risques.
– sur l'aléa moral éventuel (en l'absence d'une gouvernance renforcée)	Élevé	Moyen, mais fortes incitations à la discipline budgétaire exercées par le marché.	Bas, fortes incitations à la discipline budgétaire exercées par le marché
– sur l'intégration financière en Europe	Élevé	Moyen	Moyen
– sur l'attractivité internationale des marchés financiers de l'UE	Élevé	Moyen	Moyen
– sur la stabilité des marchés financiers	Élevé	Élevé, mais certaines difficultés en cas de niveaux insoutenables des émissions nationales	Faible, mais contribuera peut-être à résoudre la crise actuelle en raison de sa mise en œuvre rapide.

*Considérations
juridiques*

Modifications
probables du traité

Modifications
probables du traité

Aucune modification
au traité requise. Une
législation dérivée peut
s'avérer utile.

*Durée de mise en
œuvre
minimale
requis*

Longue

Moyenne à longue

Courte

3. CADRE BUDGETAIRE POUR LES OBLIGATIONS DE STABILITE

3.1. *Contexte*

Le cadre de surveillance budgétaire a déjà été renforcé par la récente réforme du PSC, y compris les nouveaux mécanismes d'exécution. En outre, il devrait encore se renforcer prochainement, en particulier pour les États membres de la zone euro sous PDE et/ou qui demandent ou bénéficient d'une assistance financière, conformément aux conclusions récentes des chefs d'États et de gouvernements de la zone euro et à la proposition faite par la Commission de deux nouveaux règlements basés sur l'Article 136:

- la proposition d'un règlement relatif aux dispositions communes pour contrôler et évaluer les projets de plans budgétaires et s'assurer de la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro poursuit le triple objectif de (a) compléter le semestre européen par une chronologie budgétaire commune visant une meilleure synchronisation des étapes clés dans la préparation des budgets nationaux ; (b) compléter le système de surveillance multilatérale des politiques budgétaires (le volet préventif du PSC) par des exigences de contrôles supplémentaires afin de s'assurer que les recommandations de l'UE en matière de politique budgétaire soient intégrées correctement dans les préparatifs budgétaires nationaux et (c) compléter la procédure de correction d'un déficit excessif d'un État membre (le volet correctif du PSC) par un contrôle plus rapproché des politiques budgétaires des États membres faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif afin de garantir une correction durable des déficits excessifs;
- la proposition de règlement sur la surveillance renforcée garantit qu'un État membre de la zone euro fasse l'objet d'une surveillance accrue lorsqu'il se trouve ou risque de se trouver face à de graves difficultés financières, avec pour objectif d'assurer son retour rapide à une situation normale et de protéger les autres États membres de la zone euro contre d'éventuels effets d'entraînement négatifs.

Ces deux nouveaux règlements, associés aux changements en profondeur issus de la réforme du PSC, constituent une base solide pour une plus grande coordination de la politique budgétaire des États membres de la zone euro.

Cependant, les obligations de stabilité créent un risque d'aléa moral et nécessitent un renforcement plus important du cadre, selon l'option choisie. On peut identifier trois dimensions à un tel cadre renforcé:

- Une surveillance accrue et une ingérence dans la préparation et la mise en œuvre de politiques budgétaires nationales seraient garanties au-delà des propositions récentes. En outre, le service des obligations de stabilité serait totalement assuré.
- Dans le même temps, l'existence même des obligations de stabilité pourrait réformer fondamentalement les processus budgétaires, notamment via les mécanismes d'allocation, et offrir un outil pour appliquer effectivement un cadre réglementaire aux politiques budgétaires.
- Des conditions budgétaires pourraient être imposées pour entrer dans le système des obligations de stabilité, avec pour effet le renforcement de la crédibilité des deux plans d'ajustement actuels et cela, en vitesse de croisière.

3.2. *Surveillance accrue et ingérence dans les politiques budgétaires nationales*

Les réformes récentes et à venir de la surveillance constituent une base saine pour limiter ces risques, mais ce n'est pas suffisant. Un tel renforcement du cadre pourrait s'appliquer à la surveillance de l'UE et aux cadres budgétaires nationaux.

En vertu des modifications actuellement en cours de discussion, cela impliquerait un examen plus approfondi des projets de budget, non seulement pour les pays ayant de graves difficultés budgétaires mais aussi pour tous les États membres participants. L'approbation des budgets par l'UE pourrait être nécessaire pour les États membres participants dans certains cas, comme des niveaux d'endettement ou de déficit élevés. Un cadre de contrôle plus strict de l'exécution du budget serait en outre exigé. Ce dernier pourrait comprendre un reporting régulier lors de «rendez-vous budgétaires», la mise au point de mécanismes d'alertes basés sur des tableaux de bord fiscaux et une véritable possibilité de corriger des dérapages en cours d'exécution, par exemple en planifiant de manière explicite des réserves budgétaires ex ante et en conditionnant l'entrée en vigueur de nouvelles mesures coûteuses à une exécution conforme.

Les cadres fiscaux nationaux seront renforcés à relativement court terme par la mise en application de la Directive sur les cadres fiscaux (qui pourrait dans les faits être accélérée). Il est en outre question d'aller plus loin, entre autres en introduisant des règles qui traduisent le cadre du PSC dans les législations nationales, de préférence au niveau constitutionnel, et avec des mécanismes d'exécution adéquats. Parmi d'autres renforcements clés possibles des cadres nationaux, citons l'adoption de cadres contraignants à moyen terme, l'évaluation des hypothèses sous-jacentes des budgets nationaux par des organes indépendants et des mécanismes de coordination efficaces entre les différents niveaux des administrations publiques. En ce qui concerne ce dernier point, la mise en commun de la dette au niveau européen peut fournir une raison supplémentaire de rapprocher la gestion de la dette des sous-secteurs des administrations publiques.

Les cadres nationaux ont également un rôle important à jouer dans le soutien de la surveillance au niveau de l'UE. Par exemple, une chronologie commune dans la préparation des budgets faciliterait la surveillance de l'UE (et pourrait même s'avérer nécessaire pour planifier l'allocation des obligations de stabilité dans la pratique). De même, un contrôle efficace de l'exécution des budgets au niveau de l'UE s'articule autour d'arrangements nationaux adéquats dans cette optique, ce qui pourrait nécessiter l'adoption de normes communes de contrôle et de publication.

Il faudrait mettre en place un système qui garantisse de manière crédible le service complet de la dette de tous les États membres qui bénéficient de l'émission d'obligations de stabilité. Ceci implique que le service des obligations de stabilité, ou plus particulièrement le paiement des intérêts de l'émission commune, ne devrait en aucun cas être remis en question. Une possibilité pour arriver à cette fin serait de garantir un pouvoir d'ingérence étendu au niveau de l'UE dans les cas de difficultés financières sévères, y compris la possibilité de mettre l'État membre défaillant sous une forme «d'administration. Une autre possibilité, comme déjà mentionné dans la section précédente, qui attenterait moins à la souveraineté nationale, serait d'introduire pour les pays participants une clause de priorité du service de la dette dans le système des obligations de stabilité sur toute autre dépense des budgets nationaux. Ce type de règle devrait avoir une force légale contraignante, vraisemblablement de niveau constitutionnel. En outre et conformément à cela, les dettes

envers le système d'obligations de stabilité devraient primer sur les (autres) émissions nationales, le cas échéant.

3.3. *Les obligations de stabilité comme composantes d'un cadre budgétaire amélioré*

Si les obligations de stabilité génèrent des risques d'aléa moral, elles sont aussi susceptibles de modifier en profondeur les conditions dans lesquelles les politiques budgétaires sont mises au point et exécutées. Ceci notamment parce que la guidance européenne des politiques budgétaires nationales serait traduite en chiffres tangibles par le processus même de détermination des allocations d'emprunt aux États membres participants. En effet, le fonctionnement des obligations de stabilité, selon toutes les options discutées, nécessiterait une détermination ex ante des plafonds d'emprunt nationaux, ce qui cadrerait alors ou du moins affecterait les budgets nationaux, particulièrement dans les options de grande envergure (à savoir l'approche n° 1 plus haut) où les obligations de stabilité seraient supposées couvrir la totalité ou la plus grande partie des nouveaux besoins de financement des pays participants. Dans cette optique, les obligations de stabilité pourraient être considérées non seulement comme une source potentielle d'aléa moral, mais aussi comme le moteur d'une meilleure coordination des politiques budgétaires par la mise en œuvre effective d'un cadre basé sur des règles.

Si les obligations de stabilité devaient constituer la totalité ou la majeure partie des finances publiques (voir l'approche n° 1), des principes clairs devraient guider le cadre pour les allocations selon le concept des obligations de stabilité :

- (1) *Les allocations maximales devront être basées sur des règles budgétaires suffisamment solides*, dans le cadre du PSC qui offre une base naturelle. Les règles fourniraient ainsi des stimulants forts pour un comportement budgétaire responsable.
- (2) *Ces directives devraient prévoir un degré de flexibilité* permettant de faire face à des développements inattendus et de minimiser le risque de politiques procycliques. Une question clé serait de savoir si cette flexibilité budgétaire permettant de résister aux chocs, soit spécifiques à un pays, soit au niveau de la zone euro, serait fournie par une émission additionnelle d'obligations de stabilité ou devrait reposer sur une émission nationale (pour autant qu'elle soit encore possible). Plus on admet de flexibilité dans le système, plus grand est le besoin de mécanismes contraignants (comme des comptes de contrôle) afin de s'assurer que cette flexibilité soit maintenue dans les limites admises et évite un «gonflement de la dette».
- (3) *Les règles doivent aussi être susceptibles d'incorporer une certaine forme de «réponse graduelle à une mauvaise évolution budgétaire»*. Cette graduation pourrait prendre la forme d'une surveillance renforcée, d'une ingérence dans les politiques budgétaires, comme envisagé plus haut.

En outre, des stimulants fiscaux à l'application de politiques budgétaires raisonnables pourraient être érigés en système. Tandis que les rendements des obligations de stabilité seraient déterminés par le marché, les coûts de financement pourraient faire l'objet d'une différenciation entre les États membres selon leurs positions ou leurs politiques budgétaires, ou la confiance dont les marchés les créditent, comme c'est le cas pour les primes de risque des assurances nationales par rapport aux assurances communes. Cela stimulerait une politique budgétaire saine au sein du système et imiterait la discipline du marché, bien que de manière plus douce et plus cohérente que sur les marchés. De tels stimulants, qui existeraient

automatiquement dans l'option de «garanties multiples, pourraient être renforcés par des taux «punitifs en cas de dérapage par rapport aux prévisions.

3.4. Conditions budgétaires d'entrée dans le système

Afin d'appliquer le concept des obligations de stabilité en tant que véritables «obligations de stabilité, on pourrait aussi envisager l'établissement de conditions macroéconomiques et budgétaires à respecter par les États membres pour entrer et rester dans le système. Par exemple, les États membres pourraient se voir refuser l'accès aux obligations de stabilité s'ils n'ont pas respecté les engagements qu'ils ont pris dans le PSC ou lors d'un cadre budgétaire renforcé. Sinon, les États membres qui n'atteignent pas leurs objectifs fiscaux pourraient devoir fournir une couverture (additionnelle) pour une nouvelle émission d'obligation de stabilité ou pourraient se voir infliger une majoration d'intérêt. L'accès pourrait aussi être limité en fonction du degré de non-respect: toute divergence du budget général du gouvernement d'un pourcent du PIB pourrait réduire d'un certain pourcentage du PIB le droit d'émettre des obligations de stabilité.

Cette approche pourrait présenter un certain nombre d'avantages:

- Premièrement, dans la mesure où ils souhaitent être admis dans le système des obligations de stabilité, les États membres seraient davantage stimulés à mettre en œuvre les efforts d'assainissement et de réforme dans lesquels ils se sont déjà engagés, tout comme ils l'ont fait pour les efforts de convergence consentis lors de l'adoption de l'euro.
- Deuxièmement, les marchés financiers et les sociétés en général jugeraient les plans d'assainissement plus crédibles, face à la perspective des obligations de stabilité. De cette manière, la perspective d'une entrée dans le système des obligations de stabilité pourrait déjà accroître la confiance à relativement court terme. Ce regain de confiance pourrait, en fait, faciliter les ajustements fiscaux au sein de quelques pays.
- Enfin, la fixation de conditions budgétaires strictes pour l'admission et la participation continue pourrait contribuer à diminuer les ratios d'endettement et les besoins de financement avant que les pays respectifs participent aux obligations de stabilité. Les primes de risque et les rendements des obligations de stabilité pourraient ainsi être réduits.

Cette approche obligerait les États membres à conserver des possibilités de financement résiduel, au cas où ils ne rempliraient pas ces conditions. Par conséquent, les obligations de stabilité ne se substitueraient pas nécessairement à l'ensemble des émissions d'obligations des États membres de la zone euro. Il y aura lieu également de désigner une institution ou un organisme chargé de contrôler la conformité avec ces critères d'admission (par exemple, mais pas nécessairement, le BGD).

4. ASPECTS RELATIFS A LA MISE EN ŒUVRE

4.1.1. Structure organisationnelle

Un certain nombre d'aspects techniques devraient être définis en ce qui concerne l'organisation de l'émission des obligations de stabilité. Il conviendrait notamment de déterminer la structure institutionnelle des opérations de financement, c'est-à-dire de décider si un bureau de gestion de la dette (BGD) doit être mis sur pied ou si les fonctions essentielles peuvent être assurées de manière centralisée par les Trésors et les BGD nationaux. Eu égard à

l'approche décentralisée, l'émission devrait être menée à bien selon des modalités et des procédures uniformes, et exigerait un degré élevé de coordination. Une approche centralisée éviterait la coordination des émissions d'obligations mais nécessiterait encore la transmission d'informations détaillées et fiables sur les besoins de financement des États membres pour permettre la planification des émissions. En ce qui concerne la configuration de l'agent émetteur central, plusieurs options sont envisageables, notamment les suivantes: (a) la Commission européenne pourrait servir de BGD, ce qui permettrait une introduction rapide de l'obligation de stabilité et l'utilisation de l'instrument pour gérer la crise actuelle; ou (b) le FESF/MES pourrait être transformé en un BGD à grande échelle; ou (c) un nouveau BGD de l'UE, qui aurait besoin d'un peu de temps pour devenir opérationnel, pourrait être créé²⁸. Le coût administratif exact de l'introduction des obligations de stabilité ne peut être calculé si tous les autres détails ne sont pas préalablement définis. Leur ampleur aurait également un impact sur le budget des États membres.

Un aspect technique important serait la manière dont un BGD centralisé réaffecterait les fonds réunis par les États membres. En principe, il y aurait deux options, qui pourraient également être combinées: (a) réaffectation sous la forme de prêts directs, en vertu desquels l'État membre recevrait son financement par le biais d'une convention de prêt; et (b) l'achat direct de toutes les obligations d'État, ou de la quantité convenue, aux États membres par le BGD sur le marché primaire. La seconde option permettrait au BGD d'acquérir aussi, si besoin est, l'encours de la dette publique sur le marché secondaire.

Le remboursement des obligations doit également être organisé. Pour ce faire, le plus simple serait que les autorités nationales effectuent des virements à l'agent émetteur, lequel organiserait le remboursement aux détenteurs d'obligations. Afin que les acteurs du marché puissent être sûrs que le service de la dette soit toujours garanti et qu'il n'y ait aucun retard de paiement, le BGD devrait disposer d'un flux de revenus stable et prévisible. Il reviendrait aux États membres de garantir les responsabilités de cet organisme, mais il conviendrait aussi de vérifier si cela s'avère suffisant ou si des réserves de liquidités additionnelles sont nécessaires. Les bureaux de gestion de la dette nationaux actuels font partie des institutions budgétaires nationales et sont autorisés par les autorités gouvernementales à prélever l'impôt. Un bureau de gestion de la dette de niveau supranational n'aurait pas ce lien direct avec les recettes fiscales, ce qui est susceptible de réduire l'acceptation, par le marché, des instruments de la dette qui devront être émis.

Même avec des obligations de stabilité, une gestion des liquidités des États membres serait nécessaire. Dans la pratique, il serait presque impossible de concevoir une émission d'obligations susceptible de correspondre parfaitement aux flux de paiements des États membres. Il serait dès lors nécessaire de compléter l'émission d'obligations de stabilité par une gestion quotidienne des liquidités, qui pourrait être confiée aux autorités nationales. Une option serait que l'émission des obligations de stabilité soit centrée sur les besoins de financement à moyen terme et que les autorités nationales gèrent leurs profils de paiement par des dépôts et des prêts ou des titres de créance à court terme. Quelle que soit la structure organisationnelle, des procédures visant à coordonner les plans de financement des différents États membres devraient être mises au point, afin de créer des émissions modèles et de constituer une courbe de rendement de référence complète.

²⁸ On pourrait envisager, à titre transitoire, une agence de la Commission composée de personnel de la Commission et de personnel temporaire du BGD national qui serait transformée ultérieurement, si nécessaire, en BGD.

4.1.2. Relations avec le MES

La constitution d'un agent pour l'émission conjointe des obligations de stabilité pour les États membres de la zone euro pourrait garantir une clarification de la division des tâches au sein du mécanisme européen de stabilité. En principe, deux positions peuvent être adoptées: le MES pourrait être considéré comme sensiblement redondant, car une émission conjointe, combinée à un renforcement des règles de surveillance budgétaire, pourrait jouer un rôle d'organisation du financement ordinaire pour les gouvernements des États membres, et du financement additionnel exceptionnel au cas où un État membre serait en proie à de graves difficultés. Toutefois, le fait de mélanger les rôles de gestion de la dette et de financement d'urgence pourrait s'avérer sous-optimal et déboucher sur une confusion des rôles, un affaiblissement des stimulants et de la gouvernance et une institution financière excessivement complexe. C'est pourquoi le MES pourrait conserver son rôle d'émetteur distinct de titres de créance en vue d'organiser et de satisfaire les besoins de financement exceptionnels.

Le choix d'interaction avec le MES dépendrait également de l'option respective pour les obligations de stabilité. Le MES pourrait être considéré comme relativement redondant dans le cas de l'approche n° 1 des obligations de stabilité. Cette approche prévoit une couverture quasi-totale des besoins de financement par les États membres, et éventuellement des besoins de financement additionnels exceptionnels. La situation semble beaucoup moins claire dans le cas des approches 2 et 3, selon lesquelles les États membres continueraient à émettre des obligations nationales parallèlement à l'émission conjointe d'obligations de stabilité. Il serait même envisageable d'utiliser le cadre du MES dans les premières étapes de la création du système des obligations de stabilité. Comme le MES sera fondé sur plusieurs garanties des États membres, l'introduction progressive des obligations de stabilité sur la base de garanties individuelles (et non conjointes), c'est-à-dire en fonction de l'approche n° 3, pourrait être encadrée par le financement et l'émission du MES, ce qui dépasserait son rôle actuel de fournisseur d'aide financière exceptionnelle. En principe, des garanties conjointes et solidaires pourraient être appliquées au MES lors d'une étape ultérieure.

4.1.3. Régime juridique de l'émission

Il convient également de considérer le régime juridique approprié qui régit l'émission des obligations de stabilité. Actuellement, les obligations d'État sont émises conformément à la législation nationale. Pour les émissions d'obligations internationales, le droit anglais ou, s'il s'agit du marché américain, le droit de l'État de New York est souvent utilisé. Il n'existe pas de droit équivalent au sein de l'UE, susceptible de régir l'émission des obligations de stabilité. Bien que la pratique courante consiste à se référer au droit étranger pour les émissions d'obligations internationales, un problème peut se poser si l'ensemble de la dette publique a été couverte par le droit anglais ou américain, étant donné que l'approche de la jurisprudence anglo-saxonne est différente de celle du système juridique de nombreux États membres. Le tribunal compétent devrait également donner son accord.

4.1.4. Documentation et conventions de marché

Une décision concernant les options de financement, les caractéristiques de la sûreté et les conventions de marché serait nécessaire. Pour un émetteur établi, les enchères seraient l'option d'émission privilégiée. La syndication présente l'avantage que le secteur financier participe à la commercialisation des instruments et l'évaluation d'une sûreté est plus prévisible. De plus, des sommes généralement plus importantes peuvent être placées par le

biais de la syndication, car elle touche également les investisseurs de détail. Il conviendra en outre de déterminer les diverses caractéristiques de la sûreté et les conventions de marché. Les plus importantes de ces caractéristiques et conventions sont abordées à l'annexe 4.

4.1.5. Aspects comptables

Un autre aspect nécessitant des éclaircissements complémentaires est le traitement des obligations de stabilité au regard des règles comptables nationales. Il convient, tout particulièrement, d'examiner la manière dont les ratios dette/PIB nationaux seraient affectés par les obligations de stabilité, selon les différentes structures de garantie. La nature de toute nouvelle entité émettrice sera également un aspect important à prendre en considération.

5. CONCLUSIONS ET VOIE A SUIVRE

L'émission conjointe d'obligations de stabilité par les États membres de la zone euro présente des avantages potentiels importants. Cela permettrait notamment de renforcer le marché intérieur et d'optimiser le fonctionnement des marchés de capitaux, d'accroître la stabilité et la résistance au choc du secteur financier et des financements publics, de rehausser l'attrait des marchés financiers de la zone euro et de l'euro à l'échelle mondiale et de réduire les effets du pessimisme démesuré prévalant sur les marchés quant aux coûts de la dette souveraine.

Toutefois, l'introduction d'obligations de stabilité comporte également des enjeux conséquents. Ils devront être abordés de manière convaincante si l'on souhaite en tirer tous les bénéfices et éviter tous les effets nocifs potentiels. Il conviendra notamment de définir un cadre suffisamment solide de discipline budgétaire et de compétitivité économique à l'échelon national, ainsi qu'un contrôle plus intrusif des politiques budgétaires nationales par l'UE, en particulier pour les options assorties de garanties conjointes et solidaires, dans le but de limiter l'aléa moral entre les États membres de la zone euro, de soutenir la qualité du crédit des obligations de stabilité et de garantir la sécurité juridique.

Les nombreuses options pour l'émission conjointe d'obligations de stabilité se répartissent en trois approches globales. Ces approches supposent la substitution complète de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale assortie de garanties conjointes et solidaires, une substitution partielle de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale assortie de garanties similaires et une substitution partielle de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale assortie de garanties solidaires. Ces options imposent différents arbitrages entre les bénéfices escomptés et les conditions préalables.

Les diverses options imposeraient, entre autres, des différences de calendrier de mise en œuvre du fait de la disparité des niveaux de changement requis dans le Traité de l'UE (TFUE). L'approche n° 1 dont la portée est la plus vaste imposerait le plus de changements et de préparations administratives au Traité, tant à cause de l'introduction des obligations conjointes en tant que telle qu'en raison du renforcement simultané de la gouvernance économique. L'approche n° 2 nécessiterait également un calendrier très long. En revanche, l'approche n° 3 semble accessible sans apporter de changements importants au Traité, ce qui raccourcit le calendrier de mise en œuvre.

Les recommandations et les conclusions du présent document restent de nature exploratoire. La liste des questions à prendre en considération n'est pas nécessairement

exhaustive. En outre, de nombreux bénéfices et enjeux potentiels ne sont présentés qu'en termes qualitatifs. Une quantification détaillée de ces divers aspects serait intrinsèquement complexe et exigerait davantage d'analyses et de données de part et d'autre. Les problèmes à résoudre ou les décisions à prendre sont souvent identifiés, mais demeurent entiers.

Il est indispensable d'obtenir davantage de travaux d'analyse et de consultations pour faire progresser cette question. Plusieurs des concepts stratégiques, des objectifs et des bénéfices possibles, des exigences et des enjeux de la mise en œuvre méritent une réflexion et une analyse plus poussées. Les opinions des principales parties concernées, à cet égard, sont fondamentales. Les États membres, les opérateurs du marché financier, les associations du secteur des marchés financiers, les universitaires, au sein de l'UE et au-delà, et le grand public doivent notamment être consultés de manière adéquate. Le processus de suivi de l'éventuelle création d'obligations de stabilité rendra compte des conclusions de cette consultation.

Par conséquent, la Commission a décidé de lancer une vaste consultation²⁹ au sujet de ce Livre vert, jusqu'au [8 janvier 2012]³⁰. La Commission sollicitera l'opinion de toutes les parties concernées, telles que définies ci-dessus, ainsi que le conseil d'autres institutions. Sur la base de ces commentaires, la Commission fera part de son point de vue quant à la voie à suivre avant [mi-février 2012].

²⁹ Les commentaires peuvent être apportés par tous les moyens habituels, y compris une adresse électronique dédiée: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (page web :http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ Pour respecter les délais de suivi, la dérogation à la durée habituelle de consultation, à savoir, huit semaines, se justifie par le fait que le concept d'obligations de stabilité/euro-obligations fait déjà l'objet de discussion étendues depuis très longtemps.

³⁰

Annexe 1: Principaux chiffres relatifs aux marchés des obligations d'État

État membre	Créances sur des administrations publiques			Dette de l'administration centrale % du PIB fin 2010	Rendement des obligations d'État % annuel, 10 ans, 8 nov 2011	Spread crédit Points de base annuels; contrats à 5 ans ; 8 nov 2011	Notation de crédit: Standard & Poor's 8 nov 2011.
	En milliards d'euros fin 2010	% du PIB fin 2010	% en euros fin 2010				
Belgique	340.7	96.2	4.4	87.7	4.3	292.9	AA+
Allemagne	2061.8	83.2	26.4	53.2	1.8	89.3	AAA
Estonie	1.0	6.7	0.0	3.3	s.o.	s.o.	AA-
Grèce	329.4	144.9	4.2	155.6	27.8	s.o.	CC
Espagne	641.8	61	8.2	52.3	5.6	400.1	AA-
France	1591.2	82.3	20.3	67.8	3.1	183.8	AAA
Irlande	148.0	94.9	1.9	94.3	8.0	729.7	BBB+
Italie	1842.8	118.4	23.6	111.7	6.8	520.7	A
Chypre	10.7	61.5	0.1	102.6	10.1	s.o.	BBB-
Luxembourg	7.7	19.1	0.1	17.4	s.o.	s.o.	AAA
Malte	4.3	69	0.1	68.9	s.o.	s.o.	A
Pays-Bas	369.9	62.9	4.7	57.3	2.2	99.6	AAA
Autriche	205.6	71.8	2.6	66.2	3.0	159.9	AAA
Portugal	161.3	93.3	2.1	91.2	11.6	1050.9	BBB-
Slovénie	13.7	38.8	0.2	37.3	6.0	304.25	AA-
Slovaquie	27.0	41	0.3	40.1	4.0	221.2	A+
Finlande	87.0	48.3	1.1	43.9	2.3	60.63	AAA
Zone Euro	7822.4	85.4	100	71.6	s.o.	s.o.	s.o.
<i>p.i. : ÉTATS-UNIS</i>	10258	94.4			2.08	47.5	AA+

Source: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

Annexe 2: Bref aperçu de la littérature consacrée aux obligations de stabilité

Des universitaires, des analystes financiers et des décideurs ont publié de nombreux documents sur le concept d'euro-obligations (obligations de stabilité). Cette annexe propose une synthèse des contributions publiées à ce jour en les regroupant selon les grandes lignes des propositions.

- *Qualité du crédit et structure de la garantie*: La plupart des auteurs soulignent l'importance du statut de refuge que les euro-obligations devraient avoir et que leur notation devrait refléter. La qualité de crédit la plus élevée serait essentiellement garantie par une structure de garantie et/ou par un statut de priorité. La documentation laisse apparaître deux catégories de garanties de base à incorporer dans les euro-obligations: (i) conjointe et solidaire (Jones, Delpla et von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero et Missale, J.P. Morgan) pour laquelle chaque pays garantit chaque année l'émission de la totalité des euro-obligations et (ii) au pro rata (Juncker et Tremonti, De Grauwe et Moesen, BBVA) pour laquelle un pays ne garantit qu'une part fixe de l'émission. Favero et Missale soulignent le fait qu'une euro-obligation assortie de garanties conjointes et solidaires réduirait l'exposition à la propagation et à la contagion de la crise. D'autre part, les auteurs en faveur de la garantie au prorata avance l'argument que cela réduit l'aléa moral. Capaldi combine une garantie au prorata avec un rehaussement du crédit (réserve de liquidités, surgarantie, capitaux, etc.) afin d'assurer la meilleure notation du crédit. Delpla et Weizsäcker, Barclays Capital et Dübel proposent de sécuriser la qualité du crédit des euro-obligations en leur conférant un rang supérieur à celui des obligations nationales. Ils avancent que même dans la situation extrême d'une défaillance d'emprunteurs souverains, la valeur de recouvrement serait suffisamment élevée pour honorer pleinement les obligations prioritaires. Dübel présente une approche légèrement différente d'assurance partielle des obligations souveraines (prioritaires) par le MES.
- *Aléa moral*: L'aléa moral provoqué par des mesures n'incitant pas suffisamment à la rigueur budgétaire constitue le principal argument contre les obligations de stabilité et la question la plus discutée de toutes les propositions (notamment par Issing). Certains auteurs suggèrent de limiter le volume des euro-obligations émises pour le compte des États membres, souvent en fonction du plafond d'endettement de 60 %, comme défini par le PSC. Tout emprunt additionnel devrait être financé par des obligations nationales. Delpla et von Weizsäcker examinent cette idée dans le concept d'obligations bleues. Ils suggèrent une répartition de l'émission en obligations bleues, à savoir très liquides et sûres (assorties de garanties conjointes et solidaires des pays participants) de premier rang et en obligations rouges, strictement nationales et subordonnées. L'établissement du cours des obligations rouges inciterait les gouvernements à contrôler leur budget. Dans le même ordre d'idée, Jones et Barclays Capital's proposent de limiter tant la dette que les déficits, ce qui permettrait une baisse progressive des ratios dette publique/PIB. Outre la limitation de l'émission des euro-obligations, Favero et Missale suggèrent de traiter la question de l'aléa moral à l'aide d'un régime de compensation basé sur l'indexation des intérêts payés par chaque État membre (selon sa prime de risque de crédit ou des paramètres fiscaux). Boonstra, De Grauwe et Moesen, BBVA et Natixis proposent plusieurs catégories de systèmes de gratification/sanction selon, notamment la capacité des différents États membres à réduire le déficit de leurs administrations publiques et leurs créances sur des administrations publiques.

- Tous les auteurs s'accordent sur le fait que le durcissement de la discipline budgétaire doit constituer la pierre angulaire de tout projet d'euro-obligations, indépendamment de sa portée ou de la structure de garantie. Hormis l'émission d'obligations rouges nationales, Favero et Missale suggèrent également de restreindre la participation aux États membres dotés de la meilleure notation de crédit ou de limiter l'émission à une catégorie d'instruments à faible risque, à court terme, comme les bons du Trésor. Barclays, BBVA, Delpla et von Weizsäcker, Eijffinger, Becker et Issing envisagent de créer des organes d'audit indépendants et d'autres, spécifiques à la zone euro, qui coordonneraient les politiques économiques et budgétaires. Le système complexe de Delpla et Weizsäcker conférerait l'allocation annuelle à un conseil indépendant pour la stabilité. Cette allocation serait ensuite entérinée par les parlements nationaux des États membres participants qui disposeraient de l'ultime pouvoir de décision budgétaire pour fixer les garanties mutuelles d'euro-obligations (obligations bleues). Tout pays qui refuserait l'allocation proposée s'engagerait à n'émettre aucune euro-obligation (obligations bleues) pendant l'année à venir et ne garantir aucune obligation bleue pendant l'année en question. Boonstra propose que les pays qui enfreignent les règles soient immédiatement sanctionnés, par ex. en perdant les financements du budget de l'UE et l'influence politique du droit de vote dans les organes de la BCE.
- *Aspects pratiques de l'émission*: La plupart des auteurs proposent la création d'une agence commune de la dette qui coordonnerait l'émission et gèrerait l'endettement. Les propositions de catégories d'obligations bleues et rouges laissent l'émission de la partie nationale de la dette au Trésor public concerné.
- *Portée des pays participants*: Becker énumère plusieurs options de participation aux euro-obligations. Elles pourraient inclure: (i) des obligations communes émises par les pays de même notation; (ii) des obligations conjointes spécifiques proches des obligations conjointes émises par certains Länder allemands; (iii) la participation à un bon du Trésor commun aux pays de l'UME affichant un assainissement budgétaire solide en période d'expansion économique, ou (iv) la promotion par l'Allemagne et la France d'un instrument liquide à court terme ou d'un marché européen conjoint réservé aux bons du Trésor.

Annexe 3: Vue d'ensemble des instruments existants liés

1. Union européenne

La Commission européenne gère actuellement, pour le compte de l'Union européenne, trois programmes dans le cadre desquels elle peut accorder des prêts en émettant des titres de créance sur les marchés des capitaux, généralement sur une base «back-to-back». Tous les mécanismes assurent un prêt souverain. L'Union européenne est autorisée par le traité sur le fonctionnement de l'UE à adopter des programmes d'emprunt et de garantie qui mobilisent les ressources financières afin de remplir son mandat.

- Dans le cadre du *programme BdP*, l'UE fournit une assistance financière aux États non-membres de la zone euro qui sont gravement menacés par des difficultés dans la balance des paiements (BdP) (art. 143 TFUE).
- Dans le cadre du *programme MESF*, la Commission européenne est autorisée à contracter des emprunts pour le compte de l'UE dans le but de financer des prêts consentis en vertu du mécanisme européen de stabilisation financière (règlement n° 407/2010 du Conseil du 11 mai 2010). Depuis décembre 2010, des programmes de soutien ont été convenus pour l'Irlande et le Portugal à concurrence de 22,5 milliards d'euros et de 26 milliards d'euros, respectivement.
- Le *programme AMF* octroie des prêts à des pays extérieurs à l'Union européenne. L'assistance macrofinancière (AMF) est un instrument financier axé sur une politique d'aide au redressement de la balance des paiements non liée et sans affectation particulière en faveur de pays tiers partenaires (art. 212 et 213 TFUE). Il prend la forme de prêts ou de subventions à moyen/long terme, ou d'une combinaison de ceux-ci, et complète le financement assuré dans le cadre d'un programme de réforme du Fonds monétaire international³¹.

Notation de crédit

La notation AAA de l'UE reflète plusieurs facteurs. Les emprunts sont des obligations directes et inconditionnelles de l'UE et sont garantis par tous les États membres de l'UE. Les ressources budgétaires proviennent presque entièrement des recettes versées par les États membres indépendamment des parlements nationaux, y compris des taxes et des droits sur les importations dans l'UE et des prélèvements sur les recettes de TVA et le RNB de chaque État membre. Sur cette base, les obligations émises par l'UE sont pondérées en fonction d'un risque zéro et peuvent être utilisées comme garantie à la BCE.

Pour tous les emprunts, les investisseurs sont en définitive exposés au risque de crédit de l'UE, pas à celui des bénéficiaires des prêts financés. Si un pays bénéficiaire devait se trouver en défaut, le paiement serait couvert par le budget européen (127 milliards d'euros en 2011). Les États membres de l'Union européenne sont légalement obligés par le traité de l'UE de fournir les fonds nécessaires au respect de toutes les obligations de l'UE.

Caractéristiques clés des émissions d'obligations de l'UE

L'UE a jusqu'à présent émis des obligations de référence dans le cadre de son programme européen d'émissions de billets de trésorerie à moyen terme (EMTN), dont la taille a été

³¹ Pour de plus amples informations, voir http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

augmentée à 80 milliards d'euros pour tenir compte des émissions en vertu du MESF. La reprise des émissions de référence a commencé fin 2008, sous l'effet de la crise.

Avec l'activation du MESF pour l'Irlande et le Portugal, l'UE est devenue un fréquent émetteur de référence. Le plan d'emprunt total du MESF pour 2011 s'élève à 28 milliards d'euros environ (13,9 milliards d'euros pour l'Irlande, 14,1 milliards d'euros pour le Portugal; dans le cadre de la BdP et de l'AMF: environ 2 milliards d'euros). Le financement est exclusivement libellé en euros.

Comme l'aide de l'UE concerne le moyen terme, toutes les échéances sont généralement de 5 à 10 ans, mais elles peuvent être étendues à un éventail de 3 à 15 ans, voire occasionnellement 30 ans.

La rétrocession «back-to-back des prêts veille à ce que le budget européen ne subisse aucun risque de taux d'intérêt ou de change. En dépit de la méthodologie «back-to-back, le service de la dette de l'obligation incombe à l'Union européenne qui s'assurera que tous les paiements de titres obligataires sont effectués à temps.

En tant que fréquent emprunteur de référence, l'UE entend établir une courbe de rendement liquide conforme aux paramètres susmentionnés. L'UE engage des chefs de file pour assurer un marché secondaire actif, en indiquant en tout temps les prix d'achat et de vente, et surveille l'application de ces engagements.

Détermination du financement européen

Les prêts de l'UE sont financés exclusivement par des fonds collectés sur les marchés des capitaux et non par les autres États membres ni par le budget.

Les fonds collectés sont en principe prêtés au pays bénéficiaire sur une base «back-to-back, c.-à-d. avec les mêmes coupons, échéances et montants. Ce principe «back-to-back impose des contraintes aux émissions de l'UE, les caractéristiques des instruments financiers émis sont en effet définies par l'opération de prêt, ce qui implique qu'il n'est pas possible de financer une échéance ou un montant différent du prêt.

La décision du Conseil détermine le montant global du programme par pays, les versements et l'échéance moyenne maximale de l'enveloppe de prêts. La Commission et le pays bénéficiaire doivent ensuite convenir des paramètres du prêt/du financement, des versements et de leurs tranches. En outre, tous les versements du prêt à l'exception du premier dépendent du respect de diverses conditions politiques similaires à celles des programmes du FMI, ce qui constitue un autre facteur influençant le calendrier de financement. Cela implique que le calendrier et les échéances des émissions dépendent des activités de prêt de l'UE correspondantes.

Processus du MESF

- (4) Un État membre qui est menacé par une grave perturbation économique ou financière causée par des événements exceptionnels échappant à son contrôle peut demander l'aide de l'UE dans le cadre du MESF.
- (5) Le Conseil de l'UE décide par un vote à la majorité qualifiée, sur la base d'une recommandation de la Commission européenne.
- (6) L'État membre négocie un programme de redressement économique avec la Commission européenne, en liaison avec le FMI et la BCE.

- (7) L'État membre bénéficiaire négocie avec la Commission européenne les détails d'une déclaration commune d'intention (DCI) et d'une convention de prêt, et décide de la mise en œuvre.
- (8) Après la signature de la DCI et de la convention de prêt, et une demande de débours par l'État membre bénéficiaire, les fonds sont collectés sur les marchés des capitaux internationaux et la première tranche est libérée. Les tranches suivantes du prêt sont libérées, une fois que le Conseil de l'UE a évalué le respect de la conditionnalité du programme par l'État membre.

2. Fonds européen de stabilité financière (FESF)

Le Fonds européen de stabilité financière (FESF 1.0) a été créé par les États membres de la zone euro (EM ZE) suivant la décision prise par le Conseil ECOFIN le 9 mai 2010. Le FESF 1.0 a été fondé comme une société de droit luxembourgeois. Le but principal du FESF est de fournir une assistance financière aux États membres de la zone euro. En tant que partie du programme d'assistance global de 750 milliards d'euros, le FESF a reçu des garanties des États membres de la zone euro de 440 milliards au total pour la rétrocession de prêts aux États membres de la zone euro en difficulté financière, sous réserve de la conditionnalité dans le cadre d'un programme de redressement économique UE/FMI.

Capacité de prêt

Dans le cadre du FESF 1.0, la capacité de prêt réelle du FESF est limitée à 255 milliards d'euros afin de conserver la notation AAA des obligations du FESF (voir ci-dessous).

Notation de crédit

Le FESF 1.0 a reçu une notation AAA des agences de notation. Toutefois, en vertu de l'accord initial (FESF 1.0), celle-ci se fait au détriment d'une capacité de prêt réduite, comme chaque prêt du FESF doit être couvert par i) des garanties des titres souverains ayant la notation AAA; ii) un montant de trésorerie égal à la part applicable de la réserve de trésorerie du FESF; et iii) une réserve de liquidités de trésorerie spécifique aux prêts. La notation AAA se base essentiellement sur les quatre éléments suivants:

- (9) *Mécanisme de garantie*: Le contrat de garantie entre les États membres de la zone euro les oblige à émettre une garantie irrévocable et inconditionnelle pour les paiements du principal et des intérêts planifiés en raison des instruments de financement émis par le FESF. De plus, la garantie couvre jusqu'à 120 % de la part de chaque État membre de la zone euro de toutes les obligations du FESF (principal et intérêts), qui est toutefois plafonnée par les engagements de garantie respectifs, comme stipulé à l'annexe 1 de l'accord-cadre sur le FESF. Tout défaut de paiement serait couvert, en raison de ce plafond, par les réserves de trésorerie et la réserve de liquidités de trésorerie.
- (10) *Réserve de trésorerie*: Les fonds distribués à un emprunteur s'entendent nets des frais de service initiaux, qui sont calculés comme 50 pb sur le montant principal global de chaque prêt et sur la valeur nette actuelle de la marge de taux d'intérêt qui augmenterait sur chaque prêt au taux contractuel jusqu'à sa date d'échéance planifiée.
- (11) *Réserve de liquidités de trésorerie spécifique aux prêts*: Chaque fois qu'un prêt est accordé à un État membre, le FESF doit établir une réserve de liquidités de trésorerie

spécifique aux prêts, d'une taille telle que chaque prêt du FESF est intégralement couvert par des garanties ayant la notation AAA et un montant de trésorerie égal à la part applicable de la réserve de trésorerie du FESF plus cette réserve de liquidités de trésorerie spécifique aux prêts respective.

- (12) *Aide supplémentaire potentielle*: En vertu de l'accord-cadre sur le FESF, la taille du programme du FESF peut être modifiée moyennant un accord unanime des garants. Toutefois, la capacité du FESF ne peut être augmentée indéfiniment, car cela peut détériorer la position de crédit des titres souverains garantissant la notation AAA. Si l'un de ceux-ci perd sa notation AAA, la capacité du FESF serait diminuée du montant de garantie fourni par ce pays.

Les obligations émises par le FESF sont pondérées en fonction d'un risque zéro et sont éligibles «repos à la BCE. La notation de crédit du FESF peut être influencée négativement par une éventuelle détérioration de la solvabilité des États membres de la zone euro, surtout les garants ayant la notation AAA. Comme le FESF est solidairement garanti, un abaissement de la notation de crédit d'un seul titre souverain garantissant la notation AAA abaisserait la notation AAA du FESF, si aucun autre rehaussement du crédit n'est mis en place.

Conditionnalité

Toute assistance financière du FESF est liée à l'existence d'un programme de redressement économique, y compris à une conditionnalité politique stricte, tel que stipulé dans une déclaration commune d'intention (DCI). La Commission négocie la DCI avec le pays bénéficiaire, en liaison avec la BCE et le FMI.

Processus décisionnel

Les décisions relatives à l'octroi de fonds dans le cadre du FESF sont prises à l'unanimité.

3. Fonds européen de stabilité financière (FESF 2.0)

L'accord-cadre sur le FESF a été modifié afin de mettre la pleine capacité de prêt de 440 milliards d'euros à disposition.

Capacité de prêt

Dans le cadre du FESF 2,0, la capacité de prêt réelle du FESF est limitée à 440 milliards d'euros afin de conserver la notation AAA des obligations du FESF (voir ci-dessous).

Notation de crédit

Le FESF 2.0 a reçu une notation AAA des agences de notation. Pour augmenter la capacité de prêt réelle du FESF à un maximum de 440 milliards d'euros, l'accord-cadre sur le FESF a été révisé en vue d'accroître les garanties découlant des titres souverains ayant la notation AAA à 440 milliards d'euros. Dès lors, la notation AAA ne se base essentiellement que sur un élément, le mécanisme de garantie.

Ce contrat de garantie entre les États membres de la zone euro les oblige à émettre une garantie irrévocable et inconditionnelle pour les paiements du principal et des intérêts planifiés en raison des instruments de financement émis par le FESF. De plus, la garantie couvre jusqu'à 165 % de la part de chaque État membre de la zone euro de toutes les obligations du FESF (principal et intérêts), qui est toutefois plafonnée par les engagements de garantie respectifs, comme stipulé à l'annexe 1 de l'accord-cadre sur le FESF. Les obligations

émises par le FESF sont pondérées en fonction d'un risque zéro et sont éligibles repos à la BCE.

La notation de crédit du FESF peut être influencée négativement par une éventuelle détérioration de la solvabilité de tout État membre de la zone euro, surtout un des garants ayant la notation AAA. Comme le FESF est solidairement garanti, un abaissement de la notation de crédit d'un seul titre souverain garantissant la notation AAA abaisserait la notation AAA du FESF, si aucun autre rehaussement du crédit n'est mis en place.

Conditionnalité

Toute assistance financière du FESF est liée à une conditionnalité politique stricte, tel que stipulé dans une déclaration commune d'intention (DCI). La Commission négocie la DCI avec le pays bénéficiaire, en liaison avec la BCE et le FMI. Au-delà des prêts octroyés dans le cadre d'un programme de redressement macroéconomique, le FESF peut également accorder des lignes de crédit, exécuter des opérations sur les marchés obligataires primaires et secondaires, et consentir des prêts en dehors des programmes de recapitalisation des institutions financières.

Processus décisionnel

Les décisions relatives à l'octroi de fonds dans le cadre du FESF sont prises à l'unanimité.

4. Mécanisme européen de stabilité (MES)

Les 24 et 25 mars 2011, les chefs d'État et de gouvernement de l'UE ont approuvé la création du MES comme un mécanisme permanent de gestion de crise pour préserver l'euro et la stabilité financière en Europe. Le MES sera la plus grande institution financière internationale au monde, avec un capital de 700 milliards d'euros, dont 80 milliards d'euros seront versés. L'entrée en vigueur du MES était initialement prévue pour juillet 2013, mais devrait être avancée à la mi-2012.

5. Obligations communes des Länder allemands

Un segment spécial du marché obligataire des Länder (États fédérés) allemands est ce qu'on appelle les obligations jumbo. Il s'agit d'obligations émises par un groupe de Länder. Jusqu'à présent, 38 obligations jumbo ont été émises par des syndicats de cinq à sept Länder, à l'exception de l'obligation jumbo particulièrement importante de 1997 qui a été partagée par dix Länder. À ce jour, toutes les obligations jumbo ont été conçues comme des obligations classiques et le montant moyen des émissions est légèrement supérieur à 1 milliard d'euros, plus de sept fois le volume d'émission d'un Land moyen. Les participants au programme d'obligations jumbo sont principalement des Länder qui se distinguent soit par une superficie réduite, soit par une population peu élevée. Les obligations jumbo sont plus liquides que les obligations typiques des Länder, en économisant la part de trésorerie du Land de la prime du risque de liquidité en comparaison avec une obligation d'un émetteur unique assez réduite. Du point de vue des investisseurs, une obligation jumbo constitue une obligation structurée qui se compose de créances distinctes à l'égard des Länder participants en fonction de leur part dans l'émission commune. Les Länder sont par conséquent solidairement, mais pas conjointement, responsables de l'émission.

Caractéristiques des obligations

– Fréquence d'émission: généralement 2 à 3 émissions par an

- Échéances: 5-10 ans
- Volume: 1-1,5 milliard d'euros
- Un Land coordonne l'émission et agit en tant qu'agent payeur.

Notation de crédit

Les émissions reçoivent la notation AAA de Fitch. Historiquement, Fitch donnait jusqu'il y a peu des notations AAA à tous les Länder allemands en raison du Länderfinanzausgleich (il s'agit d'un processus d'égalisation qui constitue un mécanisme de solidarité et de garantie implicite entre les Länder et finalement l'Etat fédéral). Cela explique également les notations souvent divergentes entre Fitch et les autres agences. Remarquez que tous les Länder allemands ne sont plus notés par Fitch.

Selon Fitch, la notation AAA reflète la solvabilité individuelle des sept Etats fédérés allemands impliqués dans l'émission commune. Elle se base sur les solides mécanismes d'aide qui s'appliquent à tous les membres de la fédération allemande et sur les facilités de trésorerie étendues dont ils bénéficient, qui assurent un paiement à temps et assimilent la solvabilité des Länder à celle de la République fédérale d'Allemagne. Fitch note que les mécanismes d'aide s'appliquent uniformément à tous les membres de la fédération allemande: le gouvernement fédéral (Bund) et les 16 Etats fédérés. Les différences de performances économiques et financières des Etats fédérés sont dénuées de pertinence, comme tous les Länder bénéficient du même droit à une aide financière de la part du gouvernement fédéral en cas de détresse financière. Les obligations communes des Länder allemands sont pondérées en fonction d'un risque zéro et sont éligibles «repos à la BCE.

Annexe 4: Documentation et conventions de marché

Comme mentionné à la section 4, l'introduction d'une obligation de stabilité exigerait la définition de diverses caractéristiques de sécurité et des conventions de marché devraient être déterminées. Celles-ci incluraient probablement:

- Compétence en matière d'émission des obligations de stabilité: Les obligations du FESF et du MESF/UE sont émises en vertu du droit anglais, mais cela peut susciter une certaine résistance politique dans ce cas.
- Structure des échéances des titres: La stratégie de financement de l'obligation de stabilité doit être déterminée en vue i) de développer une émission de référence et une courbe de rendement, et ii) d'optimiser les coûts de financement, comme l'émission est plus coûteuse dans certains segments de la courbe de rendement que dans d'autres. L'émission de titres à court terme (bons du Trésor) augmenterait, outre des échéances plus longues, la flexibilité de la trésorerie et améliorerait considérablement l'accès au financement.
- Types de coupon (fixe, variable, zéro, lié à l'inflation): Pour introduire et faciliter le développement d'un statut de référence, il peut être préférable de se concentrer sur les structures de titres ordinaires. Cela faciliterait également le développement des instruments dérivés liés, en particulier les options et les opérations à terme.
- Bourse de cotation des titres: Les obligations du FESF et du MESF/UE sont actuellement cotées à la bourse du Luxembourg. En ce qui concerne l'obligation de stabilité, cela peut s'avérer trop limité même si la cotation sur plusieurs bourses impliquerait des coûts supplémentaires.
- Conventions de règlement: Ces conventions doivent être établies en vue de soutenir l'attrait des instruments, à savoir pour le titre à court terme avec t+1 (pour faciliter les objectifs de trésorerie à court terme) et pour les titres à plus long terme avec t+3 (pour minimiser le risque de défauts de règlement).
- Stratégie pour créer et maintenir une base d'investisseur: Des relations avec les investisseurs potentiels devraient être établies et pourraient exiger des décisions sur la pertinence de la création d'un groupe de spécialistes en valeur du Trésor, sur la manière dont le secteur de la distribution sera intégré, etc.
- Introduction des clauses d'action collective, pour permettre une procédure organisée afin de résoudre tout problème futur de solvabilité.

Références

Assmann, Ch. et J. Boysen-Hogrefe (2011), Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad, Institut für Weltwirtschaft Kiel, prochainement dans *Empirica*.

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability, 18 août 2011

BBVA (2011), A unified sovereign debt issuance procedure in the Euro area with a Basket Bond, Global Public Finance – Policy report No. 1

Becker, W., The Creation of a Common European Government Bond, Arguments Against and Alternatives, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, avril 2010

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Discours à la Fondation hellénique pour la politique européenne et étrangère, Poros, 8 juillet 2011, <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>

Boonstra, W.W. (2010), The Creation of a Common European Bond Market, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, avril 2010.

Carstensen, K.(2011), Eurobonds, Ausweg aus der Schuldenkrise?, Ifo Institute, http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK_20110817_Eurobonds_PPT.pdf

De Grauwe, P. et W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, mai/juin 2009, p.132 – 135.

Delpla, J. et von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Bruxelles, 2010

Dübel, H-J. (2011), Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds, CEPS Policy Brief No. 252

EPDA/SIFMA (2009), Towards a Common European T-bill Briefing Note, mars 2009

Eijffinger, S.C.W. (2011), Eurobonds – Concepts and Implications, *Briefing Note to the European Parliament*, mars 2011

Favero, C.A. et A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Parlement européen, Bruxelles

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011) Gemeinschaftsanleihen: Eurobonds erhöhen Zinslast um Milliarden, par Philip Plickert, 19 juillet 2011, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/gemeinschaftsanleihen-eurobonds-erhoehen-zinslast-um-milliarden-11115183.html#Drucken>

Giovannini Group (2000), Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf .

Issing, O. (2009), Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea, White Paper No. 3, Center for Financial Studies, Francfort, 2009

Jones, E. (2010), A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard, ISPI Policy Brief, No 180, mars 2010

Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1^{er} septembre 2011

J.P. Morgan (2011), Designing and pricing the gold-plated Stability Bond, Global Fixed Income Markets Weekly, 26 août 2011

Monti, M. (2010) A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society, rapport au président de la Commission européenne, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

NATIXIS (2011), What bonus/penalty system for the Stability Bond? Flash Economics No 613, 22 août 2011

Prodi, Romano et Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 août 2011

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Jahresgutachten 2011/12

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Querentin Peel, Financial Times, 5 décembre 2010, <http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union>

Juncker, J.C. et G. Tremonti (2010), Stability Bonds would end the crisis, *The Financial Times*, 5 décembre 2010