



# Compléter l'euro

## Les notes du conseil d'analyse économique, n° 3, avril 2013

La crise des dettes souveraines qui frappe la zone euro depuis l'automne 2009 a révélé les faiblesses, notamment institutionnelles, de la construction monétaire européenne. L'architecture de la zone euro, telle qu'elle a été dessinée par le Traité de Maastricht, a laissé s'installer de graves déséquilibres : bulles immobilières, *boom* du crédit, expansion démesurée des bilans bancaires, dérive budgétaire, malgré le Pacte de stabilité. Depuis l'été 2012, un scénario cohérent de sortie de crise a été engagé, reposant sur une surveillance macroéconomique et budgétaire renforcée, la construction d'une union bancaire et l'annonce, par la BCE, d'un programme de rachat de dettes souveraines conditionnées à des réformes structurelles, qui vient compléter le mécanisme européen de stabilité. Si les réponses apportées ont su calmer les marchés financiers en réduisant considérablement les rendements des emprunts d'État, elles n'ont pas permis une reprise de la croissance et ne mettent toujours pas la zone euro à l'abri d'une nouvelle crise financière.

La pérennité de la zone euro dépendra des progrès qui restent à accomplir dans trois domaines : la régulation des banques, le réglage des politiques budgétaires et les politiques de croissance. Dans le domaine de la régulation des banques, cette *Note* préconise de s'engager résolument dans la voie de l'union bancaire, en portant une attention particulière à sa gouvernance et à son financement. Sur la question des politiques budgétaires, les auteurs suggèrent de confier à un comité budgétaire européen (coordonnant les comités nationaux) le pouvoir d'autoriser des lignes automatiques de financement de précaution auprès

du MES, pour les États respectant le pacte budgétaire. Quant à la question centrale de la croissance, il est proposé ici de renforcer les incitations des États à procéder à des réformes structurelles en y conditionnant l'accès à un système d'assurance-chômage européen.

Ces différentes mesures, stabilisantes sur les plans macroéconomique et financier, n'éviteront pas nécessairement une résurgence de la crise d'endettement souverain. Pour faire face à ce risque, tout en engageant un processus crédible d'apurement du passé, nous proposons un plan en trois volets : assainissement bancaire, mécanisme anti-crise et capacité de stabilisation budgétaire. Le premier volet consiste à achever au plus vite la restructuration des banques qui en ont besoin, sous la houlette de la BCE et en faisant largement participer les créanciers privés au processus, dans un ordre déterminé. Conditionnellement à cet assainissement, le deuxième volet est de prévoir, en cas de résurgence de la crise d'endettement souverain, un mécanisme d'échange de dette nationale contre obligations garanties par les États membres de la zone euro de manière conjointe et solidaire, limité à 20 % du PIB pendant 25 ans, avec ressource affectée et remboursement programmé à partir de la dixième année. Enfin, le volet budgétaire consiste à retrouver, au terme de la phase d'assainissement, une souveraineté partagée en termes de stabilisation budgétaire au moyen d'un budget zone euro ou bien d'une centralisation de la décision en matière de soldes budgétaires nationaux, avec possibilité de financer les déficits autorisés à l'aide d'émissions de dette commune.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

<sup>a</sup> Membre du Conseil d'analyse économique ; <sup>b</sup> Correspondant du Conseil d'analyse économique ;

<sup>c</sup> Professeur-associé à l'École d'économie de Toulouse ; <sup>d</sup> Professeur à l'Université de Harvard.

## Une zone euro encore incomplète

### Un diagnostic partagé

Les causes profondes de la crise de la zone euro sont aujourd'hui bien comprises. L'intégration monétaire a entraîné de graves déséquilibres à la fois internes et externes, pour trois raisons essentielles :

- la libre circulation des capitaux et la convergence des taux d'intérêt ont favorisé l'émergence de bulles de prix immobiliers financées par crédit bancaire. Les flux de capitaux allant du cœur de la zone euro vers les pays périphériques ont financé des investissements peu productifs dans des secteurs largement abrités de la concurrence internationale (en particulier la construction) ;
- la libre circulation des capitaux et la convergence des taux d'intérêt ont en outre favorisé, dans certains pays (Grèce) et malgré le Pacte de stabilité, une fuite en avant budgétaire<sup>1</sup> ;
- la *boom* du crédit a contribué à une expansion démesurée des bilans bancaires relativement à la taille des économies. Pour l'ensemble de la zone euro, les actifs des banques commerciales sont passés de 197 à 268 % du PIB entre 2002 et 2009, avec des augmentations encore bien plus fortes pour certains pays de la zone<sup>2</sup>. Avec des encours aussi élevés, les conséquences budgétaires de faillites bancaires viennent remettre en cause la solvabilité des finances publiques. En retour, une dégradation des finances publiques frappe directement le bilan des banques détentrices de ces titres souverains, ouvrant la porte à des paniques bancaires auto-réalisatrices.

Ces trois éléments ont créé une double vulnérabilité des pays emprunteurs à un retournement brutal des flux de capitaux privés et à des effets de boucle entre les bilans bancaires et la solvabilité des États. Les divergences de compétitivité observées entre Nord et Sud ne doivent pas faire illusion : elles sont largement la conséquence, plutôt que la cause, du creusement des déséquilibres externes durant la période 1999-2007.

### Une réponse qui prend forme progressivement

La violence et l'intensité de la crise de la zone euro ont pris les responsables politiques européens par surprise, les forçant à définir, souvent dans l'urgence, les éléments d'une réponse adéquate. Depuis l'été 2012, un scénario de sortie de crise a été engagé, reposant sur quatre éléments clés :

- la construction par étapes d'une union bancaire avec centralisation de la surveillance au niveau de la Banque centrale européenne (BCE) et mise en place d'un régime de résolution unifié pour les crises bancaires ;
- une surveillance macroéconomique et budgétaire renforcée en amont du processus de décision national (semestre européen, traité budgétaire, *six-pack*, *two-pack*)<sup>3</sup> ;
- la mise en place d'une assistance financière commune au travers du mécanisme européen de stabilité (MES) ;
- l'annonce, par la BCE, d'un programme de rachat de dettes souveraines (OMT<sup>4</sup>), conditionnel au respect d'engagements nationaux, pour un volume potentiellement illimité.

Cette stratégie a eu un impact spectaculaire sur les marchés et les taux d'intérêt des pays « périphériques » ont considérablement diminué après l'été 2012. Parallèlement, les efforts en matière de redressement des finances publiques ont permis une réduction partielle des déficits, au prix d'une baisse considérable de l'activité économique, tandis que les écarts de compétitivité ont commencé à se résorber. Il pourrait être tentant de conclure que ces mesures ont enfin permis de juguler la crise, éloignant définitivement la perspective d'un éclatement de la zone euro. Ce verdict est prématuré.

### Une stratégie encore insuffisante

La zone euro est encore très loin d'une sortie de crise, comme nous le rappellent la hausse continue des taux de chômage dans presque tous les pays<sup>5</sup>, ainsi que, tout récemment, la crise chypriote. En mars 2013, la situation macroéconomique demeure extrêmement fragile. D'une part, la crise chypriote a montré que la zone euro est encore mal outillée pour faire face à une crise de solvabilité bancaire. D'autre part, si l'annonce de l'OMT a coordonné les marchés autour du « bon » équilibre (celui où les investisseurs sont rassurés sur la soutenabilité des dettes publiques et n'ont donc pas de raison d'exiger des taux élevés pour compenser le risque de défaut), le mauvais équilibre existe toujours et peut resurgir en cas de difficultés liées à la mise en œuvre de l'OMT (encadré 1). Ce risque est toujours présent pour plusieurs raisons :

- le cloisonnement des marchés qui vient renchérir le coût du crédit dans les pays en difficulté, malgré la baisse relative des taux d'intérêt des emprunts publics ;
- l'augmentation, au bilan des banques, des actifs dits « non performants » en liaison avec la crise immobilière, la montée du chômage et les faillites d'entreprises ;

Avec la participation de Jézabel Couppey-Soubeyran et Cyriac Guillaumin, conseillers scientifiques au CAE. Les auteurs remercient Sylvie Goulard, Muriel Lacoue-Labarthe, Arnaud Mares, René Repasi et Shahin Vallée pour avoir partagé avec eux leur expertise.

<sup>1</sup> La baisse des taux d'intérêt et l'afflux de capitaux résultent pour partie de l'engouement initial des marchés pour le projet de monnaie unique, pour partie des décisions de la BCE et des régulateurs de traiter les dettes souveraines des différents États de manière identique, et pour partie de la faible crédibilité de la clause de non-renflouement inscrite dans le traité (par traité, nous entendons dans cette *Note* le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne).

<sup>2</sup> Cf. FMI (2012) : *Global Financial Stability Report*, tableau 1.

<sup>3</sup> Voir la présentation synthétique disponible sur [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2012-03-14\\_six\\_pack\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm)

<sup>4</sup> Opérations monétaires sur titres, ou *Outright Monetary Transactions*.

<sup>5</sup> Les prévisions de février 2013 de la Commission européenne tablent sur un taux de chômage de 14,6 % en Irlande, 17,3 % au Portugal et 27 % en Espagne et en Grèce ; le chômage touchant très durement les jeunes de ces pays (entre 30 et 50 %).

## 1. Les risques liés à la mise en œuvre de l'OMT

Une analyse détaillée de l'OMT fait apparaître un certain nombre de difficultés :

- le risque de délais en raison de la lourdeur des procédures ;
- la conditionnalité de l'intervention : si elle est trop sévère, le pays sous pression est peu incité à demander de l'aide, ce qui accroît les tensions sur les marchés avec de possibles effets de contagion. Une conditionnalité trop stricte est de plus en plus crédible. À l'inverse, si la conditionnalité est trop légère, la BCE sera accusée de mutualiser les dettes publiques de manière inconditionnelle, en contradiction avec la clause de non-renflouement inscrite dans le traité ;
- le risque que l'analyse de soutenabilité révèle la nécessité d'une restructuration de la dette avant intervention de l'OMT ; une telle restructuration serait vécue comme une surprise par les marchés financiers (à qui il a été répété depuis le début de la crise que la Grèce serait un cas unique) et, compte tenu du lien encore fort entre risque souverain et risque bancaire, elle serait déstabilisante pour le système bancaire ;
- le fait que les achats de titres par la BCE soient en principe limités à une maturité de 3 ans (alors que la maturité moyenne des dettes publiques de la zone euro est de 6 à 7 ans) pourrait inciter les gouvernements à emprunter à plus court terme. Ce raccourcissement des maturités serait déstabilisant car les émissions deviendraient plus fréquentes, à un taux d'intérêt qui pourrait fortement varier. Une réduction de la maturité moyenne de la dette ferait en outre peser, au terme du mécanisme d'OMT, le risque de forts besoins de refinancement tous au même moment.

- les mauvaises perspectives de croissance, dans un contexte d'austérité budgétaire qui est de plus en plus difficilement accepté par les citoyens.

Face à cette mauvaise situation économique, l'annonce de l'OMT pose deux types de problèmes :

- en faisant baisser les taux d'intérêt, l'OMT réduit la volonté politique de mettre en place les réformes nécessaires à l'apurement des finances publiques et à la reprise de la croissance. Le degré de conditionnalité crédible des programmes OMT est une grande inconnue ;
- les garanties apportées par une banque centrale représentent toujours, *in fine*, un engagement des trésors nationaux. Ce droit de tirage ouvre donc la porte à des transferts implicites, en violation de la clause de non-renflouement de l'article 125 du traité.

Pour durablement éliminer le mauvais équilibre, le dispositif actuel doit donc être complété de manière à améliorer la

situation sur l'ensemble des points mentionnés plus haut et à progresser sur la voie d'une plus grande intégration.

## L'intégration, pour quoi faire ?

Conscients de ce que la monnaie unique risquait d'engendrer des incitations budgétaires perverses aux effets potentiellement déstabilisants (c'est la raison du Pacte de stabilité), les architectes de la zone euro ont néanmoins sous-estimé le renforcement des interdépendances lié à l'unification monétaire. Un défaut souverain ou une crise bancaire dans un État membre affecte très fortement les autres États membres, directement (*via* les pertes subies sur leurs investissements) et indirectement (*via* les effets de contagion et, au-delà, les conséquences politiques). À l'inverse, l'adoption de réformes structurelles, qui élèvent la croissance potentielle dans un pays, crée des bénéfices externes : le gain d'activité stimule les échanges commerciaux, contribue à la stabilité économique et politique de la zone et vient réduire les risques de crise. Mais les réformes sont souvent coûteuses financièrement ou politiquement à court terme pour un pays, et les gains externes ne sont pas pris en compte.

La création de la zone euro a renforcé ces externalités : intégration financière accrue, projet commun sur lequel la classe politique s'est fortement engagée, politique monétaire commune. Elle a ainsi rendu les États plus dépendants les uns des autres, augmentant l'exigence de solidarité *de facto* sans contrepartie de gouvernance commune.

Le partage des responsabilités entre le niveau national et le niveau européen obéit dans l'Union au principe de subsidiarité : seules les décisions économiques dont les effets sur les pays partenaires ne sont pas correctement pris en compte (internalisés) au niveau national doivent être transférées au niveau communautaire. La monnaie unique ayant renforcé les externalités entre États membres, la frontière entre responsabilités nationales et européenne nous semble devoir être déplacée dans les domaines suivants :

- *la régulation des systèmes bancaires nationaux*. Puisque la crise est en grande partie de nature financière, il faut s'attaquer au cœur du sujet : la régulation financière et bancaire, avec la mise en place d'une véritable union bancaire ;
- *le réglage d'ensemble des politiques budgétaires*. En contrepartie de la mise en place de mécanismes de résolution des crises systémiques, dotés de ressources suffisantes, il est indispensable de renforcer de manière crédible le cadre budgétaire de la zone euro, afin de supprimer les comportements opportunistes, tout en restaurant la capacité d'amortissement de la conjoncture des politiques budgétaires en zone euro ;
- *les politiques de croissance*. La restauration de la croissance dans le sud de l'Europe étant un sujet clé pour l'ensemble des partenaires, il est légitime de définir au niveau de la zone des politiques favorables à la crois-

sance et à l'emploi et d'inciter les États membres à procéder aux réformes nécessaires pour s'y conformer, dans le cadre de programmes contractuels permettant d'internaliser les bénéfices externes engendrés.

Les politiques que nous préconisons dans ces trois domaines permettront de stabiliser les pays de la zone euro grâce à la mise en place de mécanismes d'assurance macroéconomiques de type « mundellien »<sup>6</sup>. Les effets bénéfiques de ces mécanismes sont bien connus : ils permettent de compenser partiellement la perte des taux de change comme instrument de stabilisation macroéconomique au sein d'une union monétaire. Nous insistons cependant sur le fait que chacune de nos propositions, en augmentant les ressources mises en commun, accentue les risques de comportements opportunistes et nécessite donc un cadre de gouvernance extrêmement strict.

Une difficulté supplémentaire de tout projet d'intégration aujourd'hui est la question de l'apurement du passé : tout dispositif d'assurance mutuelle (face aux grands risques bancaires ou de conjoncture) se heurte à une asymétrie fondamentale entre pays créanciers et débiteurs. En un mot, le risque à assurer n'est pas symétrique, de sorte que le Nord rechigne à ce qu'il interprète comme une manière de lui faire payer le surendettement des pays du Sud. Nous commençons par examiner comment compléter l'architecture économique de la zone euro pour y incorporer les trois domaines mentionnés ci-dessus dans lesquels davantage d'intégration nous paraît nécessaire. Puis nous proposons une stratégie pour la période de transition.

## Compléter l'architecture de la zone euro

Partie rédigée par Jacques Delpla, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Jean Tirole

Comme nous l'avons vu, l'architecture de la zone euro doit être complétée dans trois domaines à fortes externalités entre États membres : la régulation des banques, le réglage d'ensemble des politiques budgétaires et les politiques de croissance.

### La régulation des banques

L'union bancaire constitue la clé de voûte de la nouvelle architecture de la zone euro. Elle répond à plusieurs motivations :

- briser le cercle vicieux entre banques et emprunteurs souverains ;

- limiter le risque de retournements brutaux des flux de capitaux privés à l'intérieur de la zone ;
- éviter la fragmentation des marchés de capitaux au moment d'une crise ;
- accroître l'indépendance et limiter la capture des régulateurs nationaux par l'industrie bancaire.

Une union bancaire s'articule autour de trois principes :

- une surveillance centralisée ;
- un mécanisme commun de résolution des crises bancaires, avec accès, en dernier ressort, à une ressource budgétaire européenne ;
- une assurance des dépôts.

Le Conseil européen de décembre 2012 a accepté, à l'horizon de mars 2014, le principe d'une centralisation de la surveillance bancaire, logée à la BCE, pour un ensemble d'établissements européens représentant 80 % des actifs bancaires de la zone euro. Le Conseil a aussi fixé un calendrier pour l'harmonisation et le renforcement des régimes de restructuration nationaux, tandis que les discussions sur la mise en place d'un mécanisme commun se poursuivent.

Ces décisions représentent des avancées substantielles. Cependant, la situation début 2013 reste insatisfaisante et il nous incombe de souligner les mesures qui restent à prendre.

*Le mécanisme de surveillance unique (MSU) :* toutes les banques de la zone euro et des pays souhaitant joindre l'union bancaire devraient être couvertes par ce mécanisme, dont le Conseil d'administration, investi d'une mission communautaire, devrait être choisi selon une procédure analogue à celle utilisée pour le Directoire de la BCE. Les compagnies d'assurance et les marchés financiers devraient aussi être sujets à une vraie supervision européenne, éventuellement par d'autres organismes. Pour renforcer cette vocation européenne, le niveau fédéral devrait chapeauter les niveaux nationaux, et les principaux responsables des organismes de surveillance nationaux devraient acquérir un statut européen et être épaulés sur place par du personnel de la BCE.

Outre le retrait éventuel de licence bancaire, le MSU devra exercer les pouvoirs de sanction gradués : par exemple, exiger, en cas de sous-capitalisation, le non-paiement de dividendes, le remplacement de la direction, ou l'abandon des activités ou des lignes d'activité présentant un risque excessif.

*Le mécanisme européen de résolution bancaire :* le cercle vicieux entre banques et emprunteurs souverains ne sera brisé qu'avec la mise en place d'une autorité de résolution commune, qui pourra procéder à la liquidation d'une banque en difficulté, transférer tout ou partie de ses activités à une

<sup>6</sup> En référence à Robert Mundell, économiste à l'origine de la théorie des zones monétaires optimales. Voir Mundell R. (1961) : « A Theory of Optimum Currency Areas », *The American Economic Review*, vol. 51, n° 4, pp. 657-665, Kenen P. (1969) : « The Optimum Currency Area : An Eclectic View » in *Monetary Problems of the International Economy*, Mundell et Swoboda (eds), University of Chicago Press, 405 p. ou, plus récemment, Farhi E. et I. Werning (2012) : *Fiscal Unions*, Mimeo MIT.

banque relais temporaire, ou bien la marier à une institution plus solide, en faisant participer les créanciers privés à la restructuration selon un protocole transparent et, en dernier ressort, en s'appuyant sur une ressource budgétaire commune. Une bonne pratique voudrait que cette autorité de résolution soit distincte du MSU afin d'éviter les problèmes de camouflage d'éventuelles erreurs de contrôle et de mieux préserver l'indépendance de la BCE.

Quant au financement, nous proposons de procéder à deux niveaux :

- un fonds de garantie des dépôts, préfinancé par les banques, couvrirait les risques de faillites individuelles (cf. ci-dessous) ;
- en cas de problème systémique et en dernier recours, le MES prendrait le relais, jouant ainsi le rôle que les trésors jouent au niveau national<sup>7</sup>. La capacité financière du MES, qui représente actuellement 5 % du PIB de la zone euro, devra donc être substantiellement renforcée, de préférence à travers des droits de tirage sur les trésors nationaux, moins coûteux qu'un préfinancement. Les pays hors zone euro désireux de rejoindre l'union bancaire contribueraient au capital du MES sur une tranche réservée aux opérations bancaires.

*Le fonds de garantie des dépôts* : le fonds d'assurance européen des dépôts, préfinancé par les banques, devra être mis en place rapidement. Nous préconisons d'étudier la possibilité de moduler le taux de prélèvement en fonction du cycle, ce qui renforcerait l'aspect macro-prudentiel des primes actuelles. Ces contributions seraient investies dans un panier d'obligations des États de la zone euro, en proportion des dépôts assurés.

**Proposition 1.** S'engager plus résolument et plus rapidement dans la voie de l'union bancaire, en portant une attention particulière à sa gouvernance et à son financement : indépendance du mécanisme de surveillance unique, mission et statuts communautaires pour les principaux responsables tant au niveau national qu'euroéen, pouvoirs de sanction gradués, séparation entre autorités de surveillance et de résolution, co-financement de la résolution par un fonds européen d'assurance des dépôts alimenté par les banques (faillites individuelles) et par un MES renforcé (crises systémiques).

## Le réglage d'ensemble des politiques budgétaires

Dans une zone euro fortement interdépendante, les politiques budgétaires ne sont plus uniquement des questions nationales. Si chaque pays doit rester libre de choisir le niveau de dépense et de pression fiscale ainsi que la répartition de ces deux agrégats, le solde doit impérativement rester sur une trajectoire soutenable. L'Europe doit alors avoir les moyens d'empêcher la prise de risques excessifs de ses États membres. C'est ce qu'elle a voulu faire avec le Pacte de stabilité, avec l'échec que l'on connaît.

Depuis le début de la crise, la surveillance budgétaire a fait l'objet de multiples réformes. La mise en place du Pacte budgétaire signé en mars 2012 constitue un pas très important permettant de renforcer la discipline au niveau de chaque État membre<sup>8</sup>. Toutefois, un certain nombre de questions restent en suspens (encadré 2).

### 2. Gouvernance budgétaire : les questions en suspens

#### Mise en œuvre des sanctions

Sous la responsabilité du Conseil, qui n'a jamais voté de sanction par le passé, malgré les nombreuses violations du pacte de stabilité.

#### Type de sanctions

Sanctions financières, contre-productives lorsqu'elles affectent un pays déjà en proie à des difficultés financières.

#### Hors-bilan

Une mesure étroite des déficits et de la dette des États est trompeuse. Le filet de sécurité européen fourni par le MES est insuffisant en cas de crise bancaire systémique.

#### Définition de la soutenabilité

Repose toujours sur un chiffre ad hoc (déficit primaire structurel de 0,5 % du PIB) alors qu'elle dépend de nombreux facteurs (capacité à lever des impôts, fraction de la dette détenue dans le pays, potentiel de croissance...).

#### Biais de politique budgétaire

Le schéma de gouvernance actuel induit un biais d'austérité, les États membres cherchant, à des fins d'auto-assurance, à éviter la conditionnalité du MES, ou craignant des ressources insuffisantes en cas de crise.

<sup>7</sup> Dans le court terme, la BCE devra aussi jouer un rôle important de fourniture de liquidités.

<sup>8</sup> Le Pacte budgétaire prévoit un déficit primaire (c'est-à-dire ignorant le service de la dette) de 0,5 % du PIB, chiffre ajusté au cycle économique, une règle de semi-automatisme des sanctions (par vote à la majorité inversée), et une mise en œuvre par la Cour de justice européenne.

### 3. Quelques éléments de chiffrage sur l'assurance chômage européenne

Afin de fournir quelques éléments de chiffrage sur la caisse d'assurance-chômage européenne, nous retenons les hypothèses suivantes, en supposant que tous les travailleurs ont adopté le contrat de travail européen (régime de croisière) :

- le taux de remplacement est fixé à 20 % du salaire des travailleurs<sup>a</sup> ;
- chaque pays reçoit donc du fonds européen un montant approximativement égal à 20 % de la masse salariale multipliée par le taux de chômage du pays ;
- afin d'éviter tout transfert permanent, les contributions des pays au fonds doivent donc être égales à 20 % de la masse salariale multipliée par le taux de chômage structurel du pays<sup>b</sup>.

Le tableau ci-dessous présente une simulation pour l'année 2012. Cette simulation révèle que :

- le fonds d'assurance chômage peut représenter un transfert net important pour les pays dont le taux de chômage est très au-dessus du taux de chômage naturel (Espagne, Grèce, Portugal, Irlande, Italie). À titre de comparaison, les dépenses d'assurance-chômage de ces pays varient entre 1 % du PIB (Grèce) et 4 % (Espagne) ;
- les pays à taux de chômage structurel faible contribuent proportionnellement moins. Ainsi, les Pays-Bas reçoivent un transfert net, malgré un taux de chômage très inférieur à la moyenne de la zone euro ;
- le fonds d'assurance aurait été en déficit en 2012, car un grand nombre de pays ont des marchés du travail dégradés. Un retour à l'équilibre du fonds sur le cycle demanderait donc une contribution exceptionnelle de 0,2 % du PIB pour chaque pays en phase haute du cycle. Cet ajustement aurait un effet modeste sur les transferts nets du programme.

#### Simulation d'une assurance-chômage européenne, année 2012

	PIB	Taux de chômage		Contributions		Recettes		Recettes nettes des contributions	
	En milliards d'€	En %	Taux de chômage structurel En %	En % du PIB	En milliards d'€	En % du PIB	En milliards d'€	En % du PIB	En milliards d'€
<b>Allemagne</b>	2 649,0	5,3	7,1	0,79	20,9	0,58	15,4	- 0,21	- 5,6
<b>Autriche</b>	308,8	4,4	4,3	0,54	1,7	0,55	1,7	0,00	0,0
<b>Belgique</b>	377,0	7,4	7,9	0,90	3,4	0,83	3,1	- 0,07	- 0,3
<b>Espagne</b>	1 052,8	25,0	16,5	1,83	19,3	3,10	32,7	1,27	13,4
<b>Finlande</b>	194,3	7,7	8,4	0,94	1,8	0,86	1,7	- 0,08	- 0,2
<b>France</b>	2 029,6	9,9	9,0	1,06	21,5	1,18	23,9	0,12	2,3
<b>Grèce</b>	194,2	23,6	12,2	0,90	1,7	1,99	3,9	1,10	2,1
<b>Irlande</b>	162,6	14,8	10,5	0,98	1,6	1,46	2,4	0,48	0,8
<b>Italie</b>	1 563,8	10,6	7,6	0,71	11,0	1,01	15,8	0,30	4,8
<b>Luxembourg</b>	44,6	6,1	5,5	0,53	0,2	0,59	0,3	0,05	0,0
<b>Pays-Bas</b>	601,9	5,2	3,7	0,40	2,4	0,56	3,4	0,16	1,0
<b>Portugal</b>	165,2	15,5	11,0	1,20	2,0	1,79	3,0	0,59	1,0
<b>Zone euro</b>	9 469,1	11,1	9,1	0,94	89,0	1,14	108,4	0,20	19,4

Source : Calculs des auteurs à partir des *Perspectives économiques de l'OCDE*, décembre 2012.

<sup>a</sup> Ce taux est suffisamment bas pour éviter des taux de remplacement totaux (nationaux et européen) trop élevés. Les taux de remplacement nationaux varient entre 40 et 75 % dans la zone euro.

<sup>b</sup> Dans cette simulation, le taux de chômage structurel est le NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) calculé par l'OCDE. D'autres définitions sont possibles. Nous proposons de laisser cette décision à la Commission européenne. Il faudra veiller à adopter une définition claire et aisément calculable. Une solution simple et robuste serait une moyenne glissante des taux de chômage observés sur une période fixe (cinq ou dix ans).

À la lumière de cette analyse, nous concluons qu'un partage supplémentaire et substantiel de souveraineté est nécessaire dans le domaine budgétaire. Nous proposons d'entreprendre les réformes suivantes.

- la mise en place d'un Comité budgétaire européen indépendant coordonnant les comités nationaux, avec des statuts similaires à ceux que nous proposons pour l'union bancaire (niveau fédéral chapeautant les

niveaux nationaux, avec un statut européen pour les principaux acteurs des deux niveaux) ;

- des prérogatives claires, étendues et uniformisées pour ces comités nationaux et européen, et une mise en œuvre crédible. Ces comités doivent pouvoir invalider un taux de croissance irréaliste dans la loi budgétaire, mener des études sur les conséquences économiques des politiques suivies ainsi que sur la soutenabilité de

la dette, alerter à ces sujets le Parlement européen et la Cour de justice européenne ;

- la mise en place d'un processus de pré-qualification ouvrant automatiquement une ligne de financement de précaution. Nous proposons que le Comité budgétaire européen établisse des plafonds d'émission de dette par pays, en coordination avec les agences de dette nationales<sup>9</sup>. Les pays respectant le plafond déterminé par le Comité budgétaire européen se verraient automatiquement qualifiés, sans conditionnalité, pour une ligne de financement de précaution auprès du MES<sup>10</sup>. L'automatisme d'un tel processus supprimerait le stigmate attaché à une demande d'assistance financière, même de précaution. La dette émise par les pays resterait de leur seule responsabilité. Un tel dispositif nécessitera une vigilance particulière du Comité budgétaire européen afin que les pays ne déplacent pas leurs émissions de dette vers le hors-bilan ;
- la démocratisation du contrôle budgétaire au niveau européen. Si la mise en œuvre du contrôle budgétaire peut être confiée à la Cour de justice européenne, dotée de l'expertise nécessaire apportée par le Comité budgétaire européen, une validation démocratique reste nécessaire. La solution la plus naturelle consiste à réformer le traité afin de donner les prérogatives nécessaires à une sous-chambre du Parlement européen représentant la zone euro ; cette sous-chambre voterait en bloc sur les propositions de plafonds d'émission de dette du Comité budgétaire européen ; en cas de vote négatif, les pays perdraient leur pré-qualification. Cette solution est lourde politiquement. Dans l'intérim, une solution consisterait à s'appuyer sur l'article 13 du traité budgétaire, afin de faire valider les propositions du Comité budgétaire européen par une conférence de représentants du Parlement européen et des commissions des finances des parlements nationaux.

**Proposition 2.** Créer un Comité budgétaire européen indépendant, investi d'une mission communautaire, et coordonnant les comités nationaux ; conférer à ces comités européen et nationaux des prérogatives claires, étendues et uniformes ; octroyer au comité européen le pouvoir d'autoriser des lignes automatiques de financement de précaution auprès du MES, après validation par le Parlement européen.

## Les politiques de croissance

Au-delà de la crise, le retour d'une croissance durable conditionne le succès du projet européen. La réduction du chômage et la consolidation des finances publiques ne pourront se faire que dans un contexte de croissance soutenue. En l'absence de croissance, la stabilisation des dettes publiques exigera des excédents primaires durables et douloureux, sans parler des effets récessifs de la consolidation budgétaire nécessaire pour y parvenir. Il est donc nécessaire d'identifier et de faire sauter le plus rapidement possible les verrous de la croissance.

Qu'il s'agisse du marché du travail ou des marchés de biens et services, les réformes structurelles favorables à la croissance sont politiquement coûteuses et difficiles à mettre en œuvre (sinon, elles auraient sans doute déjà été adoptées). Les verrous sont puissants et découlent pour la plupart de la dimension re-distributive des réformes structurelles : les gagnants sont souvent nombreux mais rarement mobilisés car les gains de la réforme peuvent être diffus. Les perdants, eux, sont très mobilisés.

Dans le contexte du marché du travail, la ligne de partage se situe entre, d'un côté, ceux qui ont un emploi stable et qui cherchent à le protéger, et, de l'autre, ceux qui n'en ont pas ou ont un emploi instable (stagiaires, intérimaires, contrats à durée déterminée). Ce dualisme conduit à une grande injustice dans la répartition de l'effort de flexibilité des salariés puisque celui-ci repose presque exclusivement sur les catégories les moins protégées. Empiriquement, on observe bien une relation positive entre le degré de protection de l'emploi et le taux de chômage, en particulier, le taux chômage des jeunes<sup>11</sup>.

Une réforme ambitieuse du marché de l'emploi exige donc une double démarche. D'une part, il faut s'orienter vers un contrat de travail garantissant aux entreprises la flexibilité dont elles ont besoin<sup>12</sup>. D'autre part, il faut sécuriser les parcours d'emploi des salariés grâce à une protection sociale renforcée. En France, l'accord du 11 janvier 2013 sur la sécurisation du marché du travail, conclu par les partenaires sociaux, s'oriente dans ce sens et constitue une avancée prometteuse. Mais le chemin à parcourir reste encore très important, en France, mais aussi ailleurs en Europe.

Nous proposons que l'Europe se dote d'une véritable politique du marché du travail, couplée à une assurance-chômage européenne. Une telle réforme pourrait s'inscrire dans le cadre de

<sup>9</sup> Un tel processus serait en conformité avec l'article 6 du pacte budgétaire de mars 2012, préconisant que les pays fournissent, à des fins de coordination, leur programme d'émissions de dettes au Conseil européen ainsi qu'à la Commission, et avec les mesures récemment proposées dans le 'two-pack' (cf. mémo/13/196 de la Commission européenne du 12 mars 2013).

<sup>10</sup> Selon les termes de l'article 14 du traité du MES du 2 février 2012.

<sup>11</sup> La théorie économique est ambiguë sur la relation entre protection de l'emploi et chômage, cf. Blanchard O. (2000) : « The Economics of Unemployment: Shocks, Institutions and Interactions », Introduction, *Lionel Robbins Lectures, London School of Economics*. La protection de l'emploi conduit naturellement à une réduction des licenciements et des embauches, autrement dit à une sclérose du marché du travail. Mais, la protection de l'emploi tend aussi à accroître la durée du chômage. Les deux effets agissent de manière opposée sur le chômage total. Cela étant, la protection de l'emploi favorise une segmentation accrue du marché du travail, augmentant le chômage des catégories de salariés les moins qualifiés.

<sup>12</sup> Voir Blanchard O. et J. Tirole (2003) : *Protection de l'emploi et procédures de licenciement*, Rapport du CAE n° 44, La Documentation française, ainsi que Cahuc P. et F. Kramarz (2004) : *De la précarité à la mobilité : vers une Sécurité sociale professionnelle*, rapport au ministre des Finances et de l'Industrie et au ministre de l'Emploi, du Travail et de la Cohésion sociale, La Documentation française, pour des propositions de réforme en ce sens.

la contractualisation et la mise en place de mécanismes de solidarité préconisés par le Conseil européen de décembre 2012.

La mise en œuvre pratique de cette proposition passerait par la définition d'un contrat de travail européen. Ce contrat, négocié par les partenaires européens, incorporerait directement les éléments nécessaires à un bon fonctionnement du marché du travail. Il s'agirait d'un contrat à durée indéterminée, mais avec des critères de séparation flexibles, et sujet à une taxe de licenciement (bonus-malus) afin que les entreprises internalisent correctement le coût social de leurs décisions<sup>13</sup>.

Un tel contrat ouvrirait automatiquement des droits à une assurance-chômage européenne qui viendrait s'ajouter à l'indemnité d'assurance-chômage nationale. Un aspect essentiel du dispositif est que les employeurs auraient une obligation légale d'offrir, au choix du nouveau salarié, un contrat national et le contrat européen<sup>14</sup>. Le choix du contrat européen se ferait alors sur une base volontaire par les travailleurs.

Un tel système a le mérite de coupler réforme et solidarité aux niveaux micro- et macroéconomiques : si le contrat européen n'est pas adopté, alors il n'y a aucun déboursement au travers de l'assurance-chômage européenne. Ceci permet de garantir la conditionnalité des engagements financiers des pays créditeurs. Par ailleurs, en cas d'adoption, ce système vient réduire le taux de chômage structurel du pays, allégeant d'autant les finances publiques<sup>15</sup>.

Le financement du fonds d'assurance-chômage européen par les États serait calculé en fonction :

- du taux de chômage « structurel », afin de prendre en compte les différences entre marchés du travail et d'éviter les transferts permanents ;
- du salaire moyen national, afin que les pays plus riches, où les niveaux d'indemnisation nominaux sont les plus élevés, contribuent davantage que la moyenne (cf. encadré 3).

Outre son effet sur l'emploi et la croissance à long terme, ce dispositif contribuerait à rétablir en zone euro une capacité à amortir les fluctuations cycliques au niveau des États membres comme de l'ensemble de la zone euro. La caisse d'assurance européenne aurait pour objectif d'équilibrer ses comptes sur l'ensemble du cycle de la zone euro, en ajustant au besoin le taux de cotisation dans les phases hautes du cycle<sup>16</sup>.

Par la suite, on pourrait envisager la mise en place de systèmes incitatifs européens similaires afin d'encourager d'autres politiques visant à promouvoir la croissance et la

stabilité à long terme des pays membres. Parmi les pistes à explorer, on peut mentionner l'activité des seniors, l'éducation et la recherche, ou encore la mobilité géographique.

**Proposition 3.** Mettre en place un contrat de travail européen, à durée indéterminée, mais avec critères de séparation flexibles et ouvrant droit à une allocation-chômage européenne. L'adoption de ce contrat se ferait sur une base volontaire par les travailleurs. Le financement de la caisse européenne d'assurance-chômage sera calculé afin d'éviter tout transfert permanent.

## Gérer la transition

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

Les réformes proposées ci-dessus sont destinées à compléter l'architecture de la zone euro, au-delà de la situation de crise observée aujourd'hui. Certaines d'entre elles, comme la création d'un fonds de résolution des crises bancaires ayant accès à une ressource budgétaire européenne, se heurtent cependant aux caractéristiques de la crise actuelle, à savoir une très grande asymétrie entre pays créanciers et débiteurs. Par ailleurs, les réformes proposées, si elles sont stabilisantes sur le plan macroéconomique et financier, n'éviteront pas nécessairement une résurgence de la crise d'endettement souverain. Nous proposons ici une stratégie permettant d'articuler un dispositif de réaction à une résurgence de la crise d'endettement à un processus crédible d'apurement du passé respectant les différentes contraintes auxquelles la zone doit faire face aujourd'hui : précarité des finances publiques dans plusieurs pays, fragilité du système bancaire, règle de non-renflouement inscrite dans le traité, nécessité de poursuivre les ajustements tout en stimulant la croissance.

La clause de non-renflouement (article 125 du traité) est stricte. Pourtant, les chefs d'État et de gouvernement ont affirmé qu'aucune restructuration de dette souveraine n'aurait lieu pour un autre pays que la Grèce et qu'aucun pays ne serait amené à quitter la zone euro. Ces deux affirmations conduisent alors à penser qu'en dernier ressort, il faudra bien en passer par un renflouement, directement ou *via* le système bancaire et la BCE. Nous pensons que cet écart entre la règle et la pratique n'est pas sain. Nous proposons

<sup>13</sup> Voir Blanchard et Tirole (2003), *op.cit.*

<sup>14</sup> Notons que toute réforme de ce type suppose qu'il soit possible d'insérer le contrat de travail européen dans le droit du travail national.

<sup>15</sup> Il est possible qu'un tel système rende le coût de l'assurance-chômage nationale plus cyclique car les critères de séparation sont allégés avec le contrat européen. Il faudra donc peut-être prévoir un financement mixte, une partie étant directement versée aux salariés et une autre couvrant les dépenses du système d'assurance-chômage national.

<sup>16</sup> À cet effet, les comptes de la caisse devraient être validés par le Comité budgétaire européen.



de sortir de cette incohérence entre non-renflouement, non-restructuration et non-sortie de la zone euro à l'aide d'un schéma en trois volets :

- assainissement bancaire ;
- dispositif de réaction à une résurgence de la crise d'endettement souverain ;
- restauration de la fonction de stabilisation budgétaire.

### Assainissement bancaire

La mise en place de l'union bancaire (*cf. supra*) prendra du temps. Surtout, elle va se heurter à l'asymétrie des situations héritées du passé. Face à la dégradation continue des bilans bancaires dans les pays périphériques<sup>17</sup> et aux comportements de restriction du crédit qui en résultent, l'apurement des bilans bancaires doit être considéré comme la première urgence. Pour cela, il est nécessaire que puisse être dressé, de manière incontestable, un état des lieux du secteur bancaire, dans chaque pays de la zone euro. On peut s'appuyer pour cela sur l'article 27(4) du mécanisme de surveillance unique (MSU), lequel prévoit de conduire des tests de résistance comme préalable au basculement de chaque banque dans le mécanisme. Cet état des lieux doit permettre d'évaluer des besoins de recapitalisation en fonction de scénarios défavorables crédibles. Il exige une analyse de valorisation des actifs, ainsi qu'une cartographie précise des créanciers et actionnaires (par exemple, par type de détenteurs et par zone géographique). Cette cartographie est indispensable pour parvenir à évaluer la mise à contribution des investisseurs privés dans la phase de restructuration.

Sauf exception, les déposants sont à exclure du champ des investisseurs privés pouvant être mis à contribution. Dans cet esprit, la proposition de « Directive établissant un cadre pour le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement »<sup>18</sup> gagnerait à inclure une « préférence pour le déposant ». Une protection renforcée dans le cadre de la garantie des dépôts pourrait de plus contribuer à dissuader toute panique dont on sait qu'elle peut constituer un grave facteur de risque systémique.

Tous les autres créanciers des banques doivent être mis à contribution, y compris les créanciers seniors (et même lorsque la solvabilité d'un établissement non systémique est remise en cause). Les dépréciations d'actifs peuvent donner lieu à plusieurs types de mesures non exclusives les unes des

autres : une recapitalisation par les actionnaires privés, une restructuration des dettes supportée par les créanciers, un transfert d'actif vers une structure de défaisance dont une part significative du financement devrait consister en fonds propres et quasi-fonds propres souscrits par des investisseurs privés<sup>19</sup>.

C'est uniquement dans le cas où les ressources du secteur privé s'avèreraient insuffisantes, soit en raison d'une réelle mise en danger de la solvabilité de créanciers eux-mêmes « systémiques », soit parce que les montants de réduction de dette seraient trop faibles, que devrait être envisagée la mobilisation du secteur public. Dans ce cas ultime s'appliquerait un second niveau de partage des pertes entre le pays d'origine et les pays concernés par la banque en difficulté (activité des filiales, par exemple) avec, en dernier recours, la possibilité de faire appel au MES<sup>20</sup>.

**Proposition 4. Achever d'ici début 2014 la première étape de l'union bancaire : audits indépendants de toutes les banques de la zone euro, sous le contrôle BCE/MSU ; restructurations nécessaires, en respectant la structure du passif et en limitant les financements publics aux cas « systémiques » et en dernier ressort.**

### Mécanisme anti-crise

En cas de nouvelle défiance des marchés vis-à-vis d'un État membre, la zone euro est aujourd'hui mal équipée : elle peut proposer l'aide du MES complétée par le programme d'achat de la BCE (OMT), conditionnellement à un programme de réforme. Mais outre que ce dispositif est lourd et peu attrayant pour les États, aucun outil n'existe à ce jour pour restructurer une dette publique de manière ordonnée, ce qui pose alors le problème de savoir si le programme OMT est de nature monétaire (pour contrer une crise de liquidité) ou budgétaire (pour contrer une crise de solvabilité). Or, l'assainissement des bilans bancaires pourrait alourdir encore la dette publique de certains États membres, relevant le risque d'une résurgence de la crise d'endettement souverain.

Nous proposons qu'un pays ayant validé, auprès de la BCE, l'assainissement de son secteur bancaire, se voie proposer, en cas de besoin, un échange limité et temporaire de dette

<sup>17</sup> Le poids des prêts non performants dans le total des prêts bancaires est passé au cours de l'année 2012 de 6 à 11,5 % en Espagne, a continué de s'accroître en Italie et au Portugal à des niveaux respectivement proches de 11 et 8 %, ainsi qu'en Irlande et en Grèce où les plus hauts niveaux sont atteints, proches de 20 % (*cf. FMI*).

<sup>18</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0280:FIN:FR:PDF>, 6 juin 2012

<sup>19</sup> L'expérience de la structure de défaisance espagnole enseigne qu'il n'est pas simple de faire appel aux fonds propres des investisseurs privés. Il faudra donc en passer par des règles contraignantes. Par exemple, les plus grands établissements de la place devraient impérativement souscrire au capital de la structure.

<sup>20</sup> Cette répartition des pertes entre pays a, par exemple, été proposée par Goodhart C. et D. Schoemaker (2009) : « Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises », *International Journal of Central Banking*, vol. 5, n° 1, pp. 141-165. Prévoir l'implication éventuelle du MES dans la recapitalisation de certaines banques est nécessaire pour rendre le processus crédible et, le cas échéant, éviter une nouvelle poussée de la crise d'endettement souverain, voire une remise en cause du marché unique.

publique<sup>21</sup>. Une Agence européenne de la dette (AED), spécifique ou intégrée au MES<sup>22</sup>, procéderait à l'échange : elle acquerrait, sur le marché secondaire et au prix du marché (par appel d'offres), des obligations souveraines nationales, contre des obligations conjointes et solidaires au niveau de la zone euro. Effectuer l'échange au prix de marché (et non à la valeur faciale) permet, en cas de crise, d'effectuer une restructuration de façon ordonnée puisque le prix de l'échange serait déterminé par le marché. La décote, et donc la réduction de dette, serait alors directement liée à la perte de confiance des marchés. Les détenteurs d'obligations souveraines se verraient offrir, à la place de leurs titres, des obligations de l'AED d'une valeur égale à la valeur de marché du titre cédé, la décote étant en partie constituée d'une baisse du flux d'intérêt et d'un allongement de la maturité. L'échange serait limité dans son montant (20 % du PIB du pays concerné) et dans le temps (25 ans)<sup>23</sup>. Le versement régulier des intérêts correspondant à l'obligation échangée s'appuierait sur le même principe que dans le cas du MES. Pour les pays sous programme, le respect des engagements vis-à-vis du MES serait également impératif. Si ces conditions sont satisfaites, les obligations venues à échéance pourraient être renouvelées dans le cadre de ce mécanisme durant les dix premières années<sup>24</sup>. Les remboursements s'étaleraient sur quinze ans, à partir de la dixième année. La valeur des obligations à rembourser serait calée sur la valeur de marché au moment de l'échange, de manière à ce que l'allègement de dette soit effectif.

Une objection classique à tout projet d'échange d'une partie de la dette publique est que la partie de la dette échangée devient « senior », c'est-à-dire prioritaire en termes de remboursement, par rapport au reste de la dette, qui devient « junior » avec un taux d'intérêt qui risque d'augmenter fortement. Cet effet est toutefois fortement limité si l'échange porte sur un montant de dette ne dépassant pas 20 % du PIB (encadré 4). Par ailleurs, il pourrait être en partie compensé par l'effet incitatif du mécanisme pour poursuivre les ajustements budgétaires. En effet, chaque l'État devra régulièrement procéder à de nouveaux échanges avec l'AED pour

les titres échus : tout manquement par rapport aux obligations en termes de versements à l'AED (et par rapport au programme MES) serait sanctionné par la nécessité de rembourser les obligations nationales à leur échéance à leur valeur faciale, tandis, qu'au contraire, un pays poursuivant son sentier d'ajustement bénéficierait de taux d'intérêt décroissants au fur et à mesure de ses refinancements. En tout état de cause, l'échange devrait être profilé de manière à minimiser l'effet de juniorisation<sup>25</sup>.

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

- la décote au moment de l'échange. Par exemple, si le prix de marché est 40 % au-dessous de la valeur faciale au moment de l'échange, la réduction de dette va jusqu'à  $40\% \times 20\% = 8\%$  du PIB, pour un taux d'intérêt et une maturité inchangés<sup>26</sup> ;
- l'allongement de l'horizon : une partie de la dette serait sanctuarisée pendant dix ans, permettant au pays de se concentrer sur la dette restée nationale ; au bout de dix ans, les conditions de remboursement seraient plus faciles, par exemple parce que la valeur des actifs publics privatisables se serait redressée ;
- une crédibilité renforcée des ajustements budgétaires, du fait du risque de renationalisation de la dette en cas de défaillance de l'État bénéficiaire et de la pression maintenue *via* les taux d'intérêt de marché au cours des opérations de refinancement des dettes échangées.

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

Cet échange de dettes se heurte naturellement à l'article 125 du traité selon lequel un État membre ne saurait être coresponsable de la dette d'un autre. Si cette question doit ultimement être tranchée par des juristes, à ce stade, les avis divergent sur la compatibilité ou non avec le traité d'un mécanisme impliquant une solidarité budgétaire<sup>27</sup>. En tout état de

<sup>21</sup> Il s'agit bien d'un échange de dette et non pas d'une opération de rachat de dette. La différence entre les deux mécanismes est que dans le premier cas, le créancier reçoit une nouvelle obligation en échange de l'obligation nationale tandis que dans le second, il recevrait un paiement en « cash ». L'opération d'échange de dette évite tout problème potentiel d'accès aux marchés auquel l'agence de la dette pourrait être confrontée si cette dernière devait financer des opérations de rachat. Si le marché est liquide, les deux options sont équivalentes.

<sup>22</sup> Le MES a l'avantage d'exister déjà et de s'appuyer sur un traité. Cependant l'échange de dette que nous proposons ne fait pas partie de ses missions et il faudrait augmenter considérablement sa taille et sa structure. Le dispositif proposé pourrait s'inscrire dans le cadre de l'article 352 du traité.

<sup>23</sup> Les limites imposées au mécanisme devraient permettre à la Cour européenne de justice et à la Cour de Karlsruhe de le valider comme dans le cas du MES, même si les montants envisagés ici sont nettement supérieurs. On peut calculer (*cf.* encadré 4) que, dans un scénario extrême où six pays périphériques ayant bénéficié du mécanisme feraient tous défaut sur la dette échangée, la perte pour l'Allemagne et la France resterait inférieure à 10 % du PIB de ces deux pays.

<sup>24</sup> L'échange porterait sur toutes les maturités de la dette afin de ne pas déformer la structure par échéance de la dette non échangée (et donc, afin d'allonger effectivement sa maturité moyenne). À l'échéance des titres échangés, l'État concerné « rembourserait » l'AED à l'aide d'un nouveau titre de même maturité que celui échu, pour une valeur correspondant au prix payé par l'AED lors de l'opération d'échange et avec un taux d'intérêt fonction du taux de marché des obligations non échangées de même échéance. Ce n'est qu'à partir de la dixième année que l'État aurait à rembourser les titres échus à l'aide de ressources budgétaires.

<sup>25</sup> Des techniques existent pour limiter cet effet, comme les clauses de « défaut croisé », ou bien en ôtant son droit de vote à l'AED dans toute négociation de restructuration de dette si cela venait à se produire. En tout état de cause, l'AED ne doit pas bénéficier du statut de créancier « senior », ce qui peut être compensé par une collatéralisation partielle de l'échange.

<sup>26</sup> Ce mécanisme de décote soulève le problème dit du « passager clandestin » : en réduisant l'endettement total, la décote améliore les perspectives de remboursement de la dette restée nationale, ce qui risque d'encourager les détenteurs de cette dette à la conserver plutôt que de l'apporter à l'échange et fait monter le prix de l'obligation au moment de l'échange, réduisant l'efficacité de l'échange en termes d'allègement de dette. À la limite, le prix peut remonter à un niveau tel que l'échange devienne inutile. Dans ce cas, l'absence d'échange ne révèle pas un échec du mécanisme, puisque la remontée du prix traduit *de facto* un regain de confiance. Ainsi, le mécanisme proposé peut jouer un rôle stabilisateur, même lorsqu'il n'est pas actionné.

<sup>27</sup> Pour le Parlement européen (*Rapport sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité* de Sylvie Goulard, adopté le 16 janvier 2013), ce type d'échange pourrait se faire dans le cadre de l'article 352 du traité.

#### 4. Impact de l'échange sur les taux d'intérêt

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

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

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

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

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

On trouve  $r = 4,6 \%$ . L'effet de juniorisation est plus marqué pour un pays moins endetté (car le risque de défaut se concentre sur un volume de titres plus réduit), mais ce sont aussi les pays les moins susceptibles de faire appel au mécanisme. En outre, cette approche tend à exagérer l'effet de juniorisation car elle ne tient pas compte de la baisse potentielle du coût moyen de la dette liée à l'effet de crédibilité mentionné plus haut.

Quant au risque que fait peser la solidarité sur la soutenabilité budgétaire des pays du « centre », on peut le chiffrer à l'aide d'un scénario extrême où les six pays touchés par la crise d'endettement public (Irlande, Grèce, Espagne, Italie, Chypre et Portugal) bénéficieraient pleinement du dispositif mais feraient ensuite défaut. Les dettes française et allemande se trouveraient accrues d'environ 10 %. L'impact de cette hypothétique hausse de dette sur les taux d'intérêt de ces deux pays est extrêmement difficile à quantifier.

<sup>a</sup> Les chiffres sont ici arrondis pour plus de lisibilité.

cause, notre proposition va moins loin que le fonds d'amortissement proposé par les Sages allemands, qui envisage une mutualisation pour toutes les dettes excédant 60 % du PIB pendant 25 ans<sup>28</sup>, et elle repose sur une conditionnalité en termes d'actions passées des États (l'assainissement des bilans bancaires), ce qui est à la fois incitatif et sécurisant.

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

**Proposition 5.** Conditionnellement à l'apurement du secteur bancaire, prévoir un mécanisme d'échange de dette nationale contre obligations garanties par les États membres de la zone euro de manière conjointe et solidaire, limité à 20 % du PIB pendant 25 ans, avec ressource affectée. Le mécanisme pourrait être actionné en cas de crise, sur décision du MES. Le remboursement de cette dette serait programmé à partir de la dixième année.

#### Capacité européenne de stabilisation budgétaire

Au-delà des dispositifs de gestion de crise, il est nécessaire pour les Européens de réfléchir à la manière de restaurer collectivement une capacité de stabilisation budgétaire face aux fluctuations de l'activité au niveau de chaque État membre comme au niveau de la zone dans son ensemble. Certaines propositions avancées plus haut (mécanisme de pré-qualification ouvrant automatiquement une ligne de financement de précaution auprès du MES, assurance-chômage européenne) procèdent de cette logique. On peut imaginer qu'au terme d'une transition réussie, ces mécanismes se voient renforcés pour donner naissance à une capacité européenne de stabilisation budgétaire, c'est-à-dire à une capacité de faire varier le solde budgétaire au cours du temps pour atténuer les fluctuations de l'activité. Deux voies sont envisageables, toutes deux s'appuyant sur les changements de gouvernance suggérés plus haut :

- la voie de la coordination budgétaire : l'AED émettrait annuellement, pour le compte de chaque pays, un montant de dette correspondant au déficit autorisé. Ceci permettrait d'associer à la surveillance *ex ante* des États une incitation à ne pas dépasser les limites de déficit convenues (car l'État devrait alors émettre lui-même le supplément de dette, sans bénéficier de

<sup>28</sup> German Council of Economic Experts (2011) : « A European Redemption Pact », *Working Paper GCEE*, n° 2/2012, février.

la garantie de ses partenaires). Chaque nouvelle émission exigerait un engagement contraignant d'augmenter les ressources fiscales pour l'AED. Ce dispositif, qui n'implique pas d'endettement permanent pour les États membres (puisque seuls seraient autorisés des déficits en réponse à une conjoncture dégradée, des excédents étant requis en période de haut de cycle), pourrait être mis en place dans le cadre de l'article 352 du traité, avec, le cas échéant, une coopération renforcée<sup>29</sup> ;

- la voie fédérale : l'équilibre budgétaire exigé au niveau de chaque État membre serait compensé par la mise en place d'un budget zone euro assis sur des ressources propres ou quasi propres<sup>30</sup>, avec possibilité de déséquilibres cycliques financés par émission de dette commune. Le budget serait proposé par un Trésor de la zone euro et voté soit par le Conseil (dans le cadre des institutions actuelles), soit par le Parlement européen en formation zone euro (dans le cadre d'un nouveau traité). Notons que, si un changement de traité est cohérent, à terme, avec une telle approche, ceci n'est pas indispensable dans une phase intermédiaire, dans la mesure où aucun endettement permanent n'est programmé et où l'on peut s'appuyer sur la légitimité du Conseil<sup>31</sup>.

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

**Proposition 6.** Au terme d'un processus d'assainissement budgétaire de quatre ans, reconstruire une souveraineté budgétaire partagée au moyen d'un budget zone euro ou bien d'une centralisation de la décision en matière de soldes budgétaires nationaux avec possibilité de financer les déficits autorisés à l'aide d'émissions de dette commune.

## Conclusion

Les propositions défendues dans cette *Note* visent à compléter l'architecture institutionnelle de la zone euro, dont la crise des dettes souveraines a révélé combien elle était insuffisante et fragile. Les mesures proposées touchent aux domaines dans lesquels les interdépendances sont devenues si fortes que le principe de subsidiarité n'est plus capable de soutenir l'édifice : la régulation bancaire, la coordination des politiques budgétaires, les politiques de croissance. Les propositions prévoient aussi un dispositif de réaction à une résurgence de la crise, qui s'insère dans un processus crédible d'apurement du passé et de transition vers la restauration d'une souveraineté budgétaire partagée. ●

<sup>29</sup> La coopération renforcée favoriserait la légitimité du dispositif en impliquant le Parlement européen.

<sup>30</sup> À partir du projet d'assiette fiscale commune et consolidée pour l'impôt sur les sociétés, on peut par exemple concevoir un impôt sur les sociétés qui soit *de jure* national mais *de facto* européen.

<sup>31</sup> Dans une phase ultérieure, il pourrait être envisagé d'étendre l'ambition du budget de la zone euro, notamment en lui faisant prendre en charge des dépenses d'allocation financées par endettement. Un avantage serait alors de créer un marché liquide pour cette obligation de la zone euro. Toutefois un tel développement conduirait à redéfinir la répartition des rôles entre zone euro et Union européenne ; en outre, il nécessiterait un changement de traité dans la mesure où les États membres deviendraient solidaires d'une dette commune et permanente.



**conseil d'analyse  
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

**Présidente déléguée** Agnès Bénassy-Quéré

**Secrétaire général** Pierre Joly

**Conseillers scientifiques**

Jean Beuve, Clément Carbonnier,  
Jézabel Couppey-Soubeyran,  
Manon Domingues Dos Santos,  
Cyril Guillaumin, Stéphane Saussier

**Membres** Philippe Askenazy, Agnès Bénassy-Quéré,  
Antoine Bozio, Pierre Cahuc, Brigitte Dormont,  
Lionel Fontagné, Cecilia García-Peñalosa,  
Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin,  
Guillaume Plantin, David Thesmar, Jean Tirole,  
Alain Trannoy, Étienne Wasmer, Guntram Wolff

**Correspondants** Patrick Artus,  
Laurence Boone, Jacques Cailloux

**Directeur de la publication** Agnès Bénassy-Quéré

**Rédacteur en chef** Pierre Joly

**Réalisation** Christine Carl

**Contact Presse** Christine Carl  
Tél. : 01 42 75 77 47  
christine.carl@cae-eco.fr