

## EUROBONDS :

### LES PROPOSITIONS DE LA COMMISSION EUROPEENNE

Il est actuellement souvent question de mutualiser la dette souveraine des Etats de la zone euro. Les titres correspondants seraient appelés « euro obligations » (« eurobonds » en anglais).

Le FMI a récemment apporté son soutien à cette idée qui comptait déjà de nombreux défenseurs parmi les économistes, les responsables européens, passés ou présents, ou différents groupes de réflexion.

La Commission européenne, pour sa part, a publié le 23 novembre 2011 un livre vert sur la faisabilité de l'introduction d'euro-obligations particulières dites « obligations de stabilité » qui seraient émises, de manière commune, par les Etats membres de la zone euro.

C'est, pour le moment, la proposition la plus aboutie en cette matière et celle à laquelle il est le plus souvent fait référence.



© Fotolia

#### I – Une notion à clarifier

##### A/ Des confusions à dissiper

##### 1. Avec les euro-obligations des années soixante

Les euro-obligations, communes aux pays de la zone euro, envisagées ou existantes aujourd'hui, n'ont évidemment rien à voir avec celles des années soixante, le plus souvent libellées en dollar et émises à Londres, à une époque où la monnaie unique européenne n'existait pas.

##### 2. Avec des modalités de financement de certains investissements

Selon le livre vert de la Commission, les obligations communes de stabilité seraient dédiées au **financement courant** des administrations **publiques** des pays de la zone euro.

En cela, elles se distingueraient des obligations de projets (« project bonds ») consacrées, pour leur part, à la réalisation,

par des entreprises **privées**, de **grands projets européens d'infrastructures**

### **3. Avec les mécanismes actuels d'assistance financière aux Etats en difficulté**

Les obligations de stabilité, préconisées par la Commission, seraient sur certains points différentes de celles émises dès à présent sur les marchés des capitaux par la Commission européenne ou par le FESF à des fins de stabilisation financière.

Elles s'en rapprocheraient par la mise en commun des émissions et des garanties, mais elles s'en distingueraient par leur **finalité**, s'agissant du financement non pas de mesures d'urgence temporaires, mais de dépenses courantes à caractère permanent. Leurs modalités de mise en œuvre – qui sont loin d'être encore définitivement arrêtées en ce qui concerne les obligations de stabilité – ne seraient sans doute pas non plus identiques.

### **B/ Un instrument à la fois permissif et restrictif**

D'un côté, la création d'obligations de stabilité est destinée à faciliter la gestion des dettes des Etats, mais, d'un autre côté, dans le schéma proposé par la Commission, la contrepartie serait une discipline budgétaire plus stricte.

#### **1. Une gestion des dettes publiques facilitée**

Le livre vert de la Commission estime que *« l'ampleur de l'émission d'obligations de stabilité serait **beaucoup plus grande et plus continue** que celle qu'impliquent les formes actuelles d'émission nationale ou conjointe »*.

A l'évidence, les Etats actuellement les moins bien considérés par les marchés bénéficieraient de la mutualisation du risque de crédit et des gains de liquidité obtenus par l'instauration d'obligations communes.

En outre, il s'agirait, comme indiqué plus haut, de faciliter ainsi, par l'emprunt, le financement **courant** des administrations publiques, contrairement aux règles qui

s'imposent, par exemple, aux Etats fédérés américains ou aux collectivités territoriales françaises. Ces derniers ne sont autorisés, en effet, à s'endetter que pour **investir**.

#### **2. Une discipline renforcée**

Certaines conditions devraient toutefois être remplies pour gagner la confiance des marchés et s'assurer que les avantages des obligations de stabilité (gains de liquidité et de rendement) ne bénéficient pas seulement aux Etats actuellement les moins bien notés.

Il s'agirait de rassurer les investisseurs par :

- des mesures techniques appropriées assurant une qualité de crédit élevée aux nouveaux instruments (garanties solidaires et/ou conjointes, priorité du service de la dette concernée sur toute autre dépense budgétaire) ;

- un renforcement de la discipline budgétaire afin d'éviter que le système profite aux Etats laxistes, au détriment des plus vertueux (**aléa moral**). La politique mise en œuvre ne serait pas seulement budgétaire mais macro-économique, recherchant l'amélioration de la compétitivité des économies des pays de la zone euro, par delà la réduction des déficits excessifs.

Différentes mesures sont envisagées par la Commission :

- un versement aux Etats les mieux notés par les moins appréciés d'une partie de l'avantage que leur procurerait l'émission commune d'obligations ;

- le plafonnement (voir plus loin) de cette dernière à une fraction du PIB (60 % ou 40 %)

- une surveillance et un contrôle budgétaires accrus ;

- l'entrée et le maintien dans le système seraient subordonnés au respect de certaines exigences macro-économiques et budgétaires.

## II – Des incertitudes persistantes

### A/ Des différends techniques pas encore arbitrés

Dans l'hypothèse où les obligations de stabilité préconisées par la Commission seraient instaurées, il resterait à effectuer des choix sur plusieurs questions importantes qui n'ont pas encore été tranchées.

Selon les réponses apportées à ces questions, la mutualisation des dettes souveraines des Etats de la zone euro serait plus ou moins complète.

#### 1. Quel plafond pour la dette mutualisée ?

La part mutualisée de la dette publique des pays participant devrait être limitée à :

– **60 % du PIB** (obligations bleues), selon le « *think-tank* » *Bruegel*. Le restant (obligations rouges) demeurerait national, avec des taux variant en fonction de la confiance inspirée aux marchés par chacun des Etats concernés.

– **40 % du PIB** (« fonds de rédemption ») pour aider, provisoirement, les pays dont le taux d'endettement dépasse 60 %, si les recommandations du *Conseil allemand des experts économiques* étaient suivies.

#### 2. Les émissions nationales subsisteraient-elles ?

Dans les hypothèses envisagées ci-dessus (approche « bleu-rouge » et « fonds de rédemption » préconisé par les experts allemands), l'émission d'obligations de stabilité ne se substituerait que **partiellement** aux émissions nationales.

Mais ces dernières, selon d'autres approches, seraient abandonnées et remplacées **entièrement** par des émissions communes, de préférence centralisées, ce qui maximiserait les avantages attendus du système (cf. ci-dessus : gains de liquidité et de rendement).

### 3. Quelles garanties pour les acheteurs de nouvelles obligations européennes ?

La confiance des investisseurs dépend évidemment de la solidité des garanties qui leur sont offertes par les emprunteurs. Celles-ci continueraient à être assurées *in fine* par les Etats, donc par leurs contribuables.

Selon le livre vert de la Commission, les garanties des nouvelles obligations de stabilité pourraient être :

– soit **solidaires seulement**, chaque Etat étant responsable proportionnellement à sa part d'engagement, ce qui ne nécessiterait pas de modification du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ;

– soit **solidaires et conjointes**. Dans ce cas, chaque Etat membre serait garant non seulement de sa propre part mais aussi de celle de tout autre partenaire. Le droit européen devrait être adapté en conséquence, dans un certain nombre de cas, ainsi que les législations nationales, notamment en Allemagne.

### B/ Des divergences d'appréciation qui perdurent

#### 1. Les avantages attendus

Pour les Etats membres de la zone euro, l'instauration d'obligations de stabilité commune pourrait, selon la Commission, comporter des avantages appréciables :

– le rôle de l'euro dans le système financier mondial serait renforcé par une augmentation du volume des émissions et des placements dans cette monnaie ;

– la stabilisation financière de la zone euro pourrait être facilitée, à supposer que la mutualisation des dettes rassure réellement les marchés.

– selon les hypothèses les plus optimistes, une redistribution des avantages financiers de l'émission d'obligations de stabilité entre les Etats les mieux et les plus mal notés permettrait à la plupart de voir leur situation s'améliorer par rapport à aujourd'hui ;

## 2. Les réticences

– Les réserves les plus fortes à l'encontre des euro-obligations proviennent des pays actuellement les mieux notés (Allemagne, Finlande...) qui craignent de voir une mutualisation des dettes dégrader leurs conditions d'emprunt.

– D'autres objections concernent le manque de légitimité démocratique d'une solidarité conjointe éventuelle entre Etats et du surcroît d'intégration budgétaire qui serait imposé aux pays de la zone euro. La Cour constitutionnelle de Karlsruhe exige notamment un contrôle du Bundestag sur toutes les décisions budgétaires, même intergouvernementales, susceptibles d'engager les finances fédérales allemandes. Elle estime que les dépenses pesant sur le contribuable allemand doivent être décidées par les autorités publiques élues par celui-ci, et donc ne peuvent pas dépendre de décisions prises par d'autres Etats.

– S'agissant, d'autre part, des contreparties économiques et budgétaires prévues par la Commission à l'émission des nouvelles obligations européennes, certains économistes craignent qu'elles ne privilégient à l'excès la limitation du déficit et des dettes publiques au détriment de la croissance et de l'emploi.

– enfin, la nécessité d'obtenir la confiance des investisseurs favoriserait la coordination monétaire, budgétaire et macro-économique, en vue d'une gouvernance plus solidaire.

A cet égard, Jacques Delors s'était déclaré favorable dès décembre 2010 à la création d'obligations publiques européennes « *non pour combler les déficits mais pour financer des dépenses d'avenir* ». Il s'agirait alors d'« obligations de croissance », c'est-à-dire non seulement les « project bonds » consacrés à la réalisation d'infrastructures européennes, mais aussi d'autres emprunts, qui pourraient être mutualisés, dédiés au financement de dépenses européennes en faveur de l'innovation, de la recherche ou de la création d'entreprises.

Le gouvernement français, pour sa part, a défini sa position par deux points principaux :

– « *l'émission d'« obligations de stabilité » n'est pas et ne peut pas être une réponse à court terme à la crise actuelle. Elle ne peut s'envisager que comme le couronnement d'un processus d'intégration et de convergence des Etats membres à moyen-long terme ;* »

– « *toutefois, les autorités françaises accueillent favorablement le principe d'une réflexion sur ce sujet, compte tenu des bénéfices à long terme que pourrait représenter l'émission commune des dettes publiques en zone euro.* »