



Contribution à la Consultation de la Commission
européenne sur

**LA FAISABILITÉ DE L'ÉMISSION
D'« OBLIGATIONS DE STABILITÉ »**





Présent à Paris et Bruxelles, l'Institut Thomas More est un think tank d'opinion, européen et indépendant. Il diffuse auprès des décideurs politiques et économiques et des médias internationaux des notes, des rapports, des recommandations et des études réalisés par les meilleurs spécialistes et organise des conférences-débats et des séminaires sur ses thèmes d'études. L'Institut Thomas More est à la fois un laboratoire d'idées et de solutions innovantes et opératoires, un centre de recherches et d'expertise, un relais d'influence.

Paris

20, rue Laffitte – F-75 009 Paris
Tel. +33 (0)1 49 49 03 30 – Fax.+33 (0)1 49 49 03 33

Bruxelles

Rue de La Fauvette, 92, B-1180 Bruxelles

www.institut-thomas-more.org – info@institut-thomas-more.org

Section I – Remarques préliminaires

Avant de répondre à la question posée par la Consultation (« green paper » ou GP) sur l'introduction d'« Obligations de Stabilité » (OS), il convient d'apporter une réponse à un certain nombre de questions préliminaires qui semblent avoir été ignorées dans la description du « rationnel et des conditions préalables » énumérées dans l'introduction (**GP, p. 3-8**). Ces questions concernent en particulier : le timing de la consultation, une attention accrue aux objectifs poursuivis, les attentes des marchés (investisseurs) et des problèmes d'ordre structurel tel que le rôle de la BCE.

Nous estimons que l'établissement d'un consensus préalable sur ces questions est indispensable à l'évaluation de l'opportunité d'introduire des OS et simplifiera considérablement le processus en éliminant, ex ante, bon nombre de propositions qui se révéleront incompatibles avec les objectifs ainsi définis.

Timing

Il apparaît extrêmement difficile de dissocier une évaluation objective d'une émission d'OS du contexte actuel de la crise aigüe du marché de la dette souveraine des pays de l'UEM. En effet, la structure d'un marché intégré pour l'émission d'OS doit être envisagée dans une perspective à long terme, capable de fonctionner dans le cadre d'une diversité de scénarios économiques englobant des périodes de récession, de croissance, de taux d'inflation ou d'intérêts plus ou moins élevés, etc. Même s'il est indispensable que la situation extrêmement tendue qui prévaut à l'heure actuelle puisse être gérée dans le cadre du plan éventuellement retenu, ce serait une erreur de la considérer comme le seul étalon à l'aune duquel la sélection de la structure pérenne doit être mesurée.

Objectifs

Le GP fait état (**GP, Rationale 1.2, p.5**) d'une modification d'une approche basée sur :

« Les avantages découlant d'un marché plus efficient reposant sur une plus grande liquidité du marché de la dette souveraine de l'UEM et du système financier de l'Eurozone en général vers des objectifs de gestion de crise et de stabilité ».

Dans la mesure où la crise rend encore plus pertinente et urgente la question de l'émission d'OS, il serait néanmoins erroné de sacrifier les objectifs initiaux pour atteindre les nouveaux buts. L'ambition de créer un vaste marché liquide de titres « sans risques » (**GP, Amélioration de l'efficacité du marché, p.6**), offrant une alternative crédible à l'investissement en titres du Trésor américain, devrait être une des références majeures à la lumière desquelles les alternatives présentées par le GP doivent être évaluées.

En particulier, le concept d'investissement « sans risques » est défini dans le GP principalement par référence à la liquidité/solvabilité, mesurée par référence aux « notations » et occultant complètement l'aspect de la « souveraineté monétaire ». Se lancer dans une comparaison statistique complexe (**GP, encart p.7-8**) entre titres souverains libellés en USD et EUR émis depuis 1999 pour en tirer des conclusions sur les « primes de liquidité et de solvabilité » est un exercice largement dénué de sens. En effet, il compare un émetteur (les Etats-Unis) ayant accès à un prêteur en dernier ressort (la Banque de Réserve Fédérale) avec une série d'autres émetteurs (les pays membres de l'UEM) qui sont privés d'un tel accès. S'il est vrai que d'une part les investisseurs en titres du trésor américain sont exposés aux risques d'inflation et de variation des taux d'intérêt (ainsi qu'au risque de change pour les investisseurs étrangers), ils sont, cependant, immunisés du risque de solvabilité (si l'on ne tient pas compte du risque d'un refus d'augmentation du plafond de la dette par le Congrès). Par contre, les investisseurs en titres souverains de l'UEM, libellés en €, sont pleinement exposés au risque de solvabilité des émetteurs – **tant que la BCE ne sera pas dotée**

d'un statut de prêteur en dernier ressort, responsable devant une Autorité politique démocratique et légitime unique – ainsi qu'au risque de change en cas de démantèlement de l'Eurozone. En effet, la réintroduction de monnaies nationales serait l'expression concrète de ce risque de change implicite qui ne ferait qu'aggraver le risque de solvabilité des émetteurs de l'UEM.

Attentes

Le GP semble accorder une importance prépondérante aux objectifs présumés de « Emetteur/Garants » d'OS par rapport aux intérêts légitimes des investisseurs. Ceci résulte, peut-être, d'une tendance subconsciente des auteurs du GP à prendre en compte ce qu'ils considèrent comme des « limites pragmatiques » aux transferts de souveraineté implicites à l'émission d'OS. La crise, qui n'a fait qu'exacerber la perception du risque associé à la détention de titres « souverains », ne fait cependant que renforcer la nécessité de structurer les OS en fonction des demandes des investisseurs. Si une approche progressive à l'introduction d'OS était, éventuellement, envisageable en temps « normaux », la crise impose que les caractéristiques des titres soient – dès leur lancement – adaptées aux conditions difficiles existantes tout en restant efficaces sur le long terme.

Pour attirer le maximum d'investisseurs (indispensables au refinancement considérable de la dette à des conditions acceptables) une attention particulière doit être apportée à une série de caractéristiques qui incluent :

- La transparence, simplicité et robustesse de la structure de crédit sous-tendant les OS (mécanisme de garantie).
- Le statut juridique des titres relatif à celui d'autres émetteurs souverains comparables.
- La robustesse du mécanisme technique visant à assurer le paiement ponctuel du service de la dette.
- Les caractéristiques de marché en ce qui concerne la liquidité, la fongibilité, l'éligibilité au nantissement, etc.¹

Il est donc essentiel de trouver un équilibre qui tient compte à la fois des intérêts légitimes des Emetteurs/Garants souverains, qui représentent leurs citoyens/contribuables, et ceux des investisseurs qui apportent leurs fonds.

Questions structurelles

Il est maintenant devenu clair que l'émission d'OS n'est concevable que dans le cadre d'un approfondissement significatif de l'intégration économique et budgétaire entre les Pays Membres de l'UEM. Cette intégration, accompagnée de mécanismes de supervision réglementaires appropriés ainsi que la mise en place de sanctions effectives, a déjà fait l'objet de propositions concrètes de la part de la Commission sur le renforcement de la surveillance qui ont été rendues publiques simultanément avec la publication du GP et qui devraient, elles-mêmes, se trouver renforcées par des amendements aux Traités qui seront soumis conjointement par l'Allemagne et la France avant le prochain Sommet européen du 9 décembre.

La mise en œuvre rapide de ces propositions est essentielle pour créer un socle approprié sur lequel une extension/révision nécessaire du mandat de la BCE peut, à son tour, être envisagée. Ceci concernerait le mandat d'agir en temps que prêteur en dernier ressort (au marché financier et non aux gouvernements) ainsi que de mettre en œuvre une politique de taux de change tenant compte de l'intérêt de l'ensemble de pays membres de l'UEM.

Pour les raisons décrites ci-dessus, c'est seulement lorsque l'Eurozone sera doté d'une Banque Centrale pouvant exercer la totalité des pouvoirs souverains, dans les domaines de sa compétence, que seront réunies les conditions nécessaires pour la mise en œuvre d'un programme global d'émissions d'OS ayant des

¹ Ces caractéristiques sont développées de manière plus détaillée dans la Section II.

caractéristiques – notamment en ce qui concerne la question clé de la « solvabilité » – semblables au marché des titres du Trésor américain. Toute proposition d'émission d'OS devrait être compatible avec cet important objectif.

Dans la Section suivante, nous détaillons une proposition spécifique d'émission d'OS qui prend en compte l'ensemble des questions traitées ci-dessus. Elle s'appuie très largement sur une étude antérieure, proposée déjà en janvier 2011 par l'Institut Thomas More², et qui a été mise à jour pour prendre en compte les événements plus récents.

Section II – Proposition concernant la création d'un Mécanisme Européen permanent de Gestion de Crise et de l'Emission d' « Obligations de Stabilité »

L'aggravation récente de la crise de la dette souveraine impose que toute proposition concernant l'émission d'OS soit adaptée aux objectifs d'un Mécanisme Européen Permanent de Gestion de Crise. Nous avons donc préféré, par souci de clarté, adresser en premier lieu la question du soutien de Pays Membres rencontrant des difficultés financières, et, dans un second temps, examiner comment un tel système pourrait être étendu à l'émission d'OS par des Pays Membres dans le cadre de la gestion courante de leurs dettes souveraines respectives.

Dans la discussion qui suit, nous avons tenté de réconcilier des considérations d'ordre « politique », dont beaucoup citées dans le GP, visent à la protection du citoyen/contribuable européen avec des contraintes objectives qu'imposent le fonctionnement des marchés financiers, en ce inclus la défense des intérêts légitimes des investisseurs.

La nécessité d'un tel mécanisme s'est fait sentir dès qu'il est apparu, lors de la crise irlandaise suivie de celle du Portugal, que les mesures décidées au printemps 2010 – notamment la mise en place du Fonds Européen de Stabilité Financière (« FESF ») – s'avéraient insuffisantes pour apaiser les craintes des investisseurs. Se développa alors un cercle vicieux où, aux questions relatives à la solvabilité de certains Etats et/ou de leurs systèmes bancaires respectifs (Espagne, Italie) et plus récemment contaminant la Belgique et même la France, vint se greffer le spectre d'une implosion de l'UEM qui, pour la première fois, devenait une hypothèse crédible. Cette situation soulevait, à son tour, la question de la pérennité de la monnaie unique et implicitement, à terme, celle de l'Union Européenne elle-même.

Or, il ne fait aucun doute que les fondements économiques et financiers de l'Euro en tant que « monnaie » ainsi que ceux de l'UEM prise dans son ensemble, sont très solides lorsqu'on les compare avec ceux des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne ou du Japon, trois grands pays qui ont conservé leur entière souveraineté monétaire. Même si en termes d'endettement public ou de déficits budgétaires les « totaux » de l'UEM ne devraient pas inquiéter outre mesure les marchés, trop peu d'attention a été portée sur le fait que la mise en commun de la souveraineté monétaire de ses membres crée une situation dans laquelle le rapport économique et juridique de leur dette publique à la « souveraineté nationale » est totalement altéré. Les marchés ont été prompts à faire la distinction entre les pays qui ont maintenu le contrôle de leurs politiques

² Paul Goldschmidt, *Mécanisme européen permanent de gestion de crise et émissions d'« Euro Bonds » : propositions pour deux dossiers complémentaires*, Institut Thomas More, 10 janvier 2011, disponible sur <http://www.institut-thomas-more.org/fr/actualite/mecanisme-europeen-permanent-de-gestion-de-crise-et-emissions-d-euro-bonds-propositions-pour-deux-dossiers-complementaires.html>.

monétaires et de « leurs » monnaies nationales respectives et les pays de l'UEM qui, ayant abandonné leur souveraineté monétaire, ont de ce fait perdu le contrôle « politique et financier » de la monnaie « étrangère » (l'Euro) dont ils ont décidé de faire un usage commun.

A. Un mécanisme européen permanent de gestion de crise

Une première question concerne la nécessité de ce mécanisme. C'est incontestablement l'importance primordiale du rôle de la « monnaie », dans toute économie de marché en tant que « mécanisme de transmission », qui impose la nécessité d'en assurer une gestion saine et prudente au bénéfice de l'ensemble de ses utilisateurs; en ce qui concerne l'Euro, il s'agit de l'intérêt « pari passu » des 330 millions de citoyens des 17 pays membres de l'UEM.

Alors que la BCE se charge avec succès de préserver la « valeur » de l'Euro qui découle de son « pouvoir d'achat », en maîtrisant, conformément à son mandat, la « stabilité des prix » au niveau de l'Eurozone, il est totalement hors de sa compétence d'influer sur une série d'autres paramètres (tels que taux d'endettement, déficits budgétaires ou compétitivité) dont les déséquilibres intérieurs ou transfrontaliers peuvent gravement affecter la « solvabilité » d'un membre de l'UEM.

Il s'ensuit qu'en l'absence d'un mécanisme crédible capable de restaurer la confiance dans les titres de la dette publique des membres de l'UEM, (les rendant comparables à celle dont bénéficient d'autres émetteurs publics), les marchés financiers seront amenés à pénaliser les émetteurs les plus faibles, compromettant leur accès au marché et donc leur solvabilité.

La cessation de paiements par un Gouvernement de l'UEM ne doit pas nécessairement conduire à l'implosion de l'UEM – et donc à la disparition de la monnaie unique – mais celle-ci ne pourra être évitée que dans la mesure où l'absence de « contagion » de l'insolvabilité est totalement maîtrisée. Or le partage de la même monnaie et la participation au « marché unique » européen ont créé un réseau extrêmement dense d'interdépendance, tant entre les pays membres de l'UEM et leurs propres systèmes bancaires (étroitement associés à leur financement réciproque) qu'entre l'ensemble des banques de l'Eurozone, comme cela a été mis en évidence lors de la crise irlandaise. La défaillance d'un émetteur « souverain » accroît de façon significative le risque d'un effondrement « systémique » qui rend, ne fût-ce que la perspective d'un tel scénario, totalement inacceptable pour l'ensemble des participants de l'UEM. Par ailleurs, une sortie « programmée » de l'UEM, que ce soit par le haut ou le bas, générerait des problèmes systémiques de même nature, ce qui en interdit la possibilité.

La preuve est ainsi apportée de la nécessité impérieuse de mettre sur pied un mécanisme permanent d'intervention au bénéfice de tous les membres de l'UEM. Tournons-nous maintenant vers l'examen des caractéristiques auxquelles il doit répondre.

Il y a trois aspects à distinguer au niveau de la crédibilité du mécanisme :

- **La crédibilité financière de l'« Emprunteur », responsable du financement primaire, qui assure l'interface avec les investisseurs (le marché).** Sa solvabilité doit être au-dessus de tout soupçon ce qui implique qu'elle soit totalement indépendante de celle du Bénéficiaire final qui – par définition – se trouve en position délicate. De surcroît, ses « obligations » doivent bénéficier nécessairement de la meilleure notation, de façon à ce qu'aux yeux du marché, ils intégreront les critères les plus exigeants d'acceptabilité, bénéficieront d'un marché secondaire liquide et seront acceptables au nantissement auprès de la BCE.

- **La crédibilité de la structure qui encadre les prêts de l'Emprunteur aux Bénéficiaires finaux.** Il s'agit de la « conditionnalité » attachée aux prêts et du mécanisme de surveillance qui l'accompagne ainsi que les conditions financières qui se rapportent à chaque tirage. Son but est principalement de rassurer les « garants » (directs ou indirects) des emprunts, qui seraient appelés à se substituer au Bénéficiaire final en cas de défaillance de ce dernier.

- **La crédibilité des arrangements par lequel l'Emprunteur se finance en cas de défaillance du Bénéficiaire.** Il s'agit principalement d'une négociation « politique » qui établit la forme sous

laquelle la solidarité entre pays Membres de l'UEM se manifeste en cas de défaillance de l'un d'entre eux.

Voyons, tour à tour, comment il est possible de concevoir un système qui articulerait d'une manière cohérente les exigences mentionnées ci-dessus.

1) En ce qui concerne la crédibilité financière de l'Emprunteur, la solution idéale serait de transformer le FESF (ESM) existant en une « Agence de la dette de l'Union Européenne » bénéficiant de sa « Garantie Budgétaire » inconditionnelle.

Une telle structure rencontrerait tous les critères énoncés ci-dessus au point de vue de l'acceptabilité des titres par les marchés étant donné qu'elle prévoit « par construction » la garantie conjointe et parallèle de l'ensemble des Pays Membres de l'Union. La solution offre les avantages de la simplicité et de la transparence et, de surcroît, ne nécessite pas un changement du Traité. Elle implique cependant un aménagement des « perspectives financières » qui devront prévoir une « capacité d'emprunt » – révisable – adéquate.

Cette proposition pose bien entendu un important problème « politique » car elle sous-entend un accord qui se heurte à deux tabous qui ont été en partie la cause des structures boiteuses adoptées à ce jour. Le premier de ces tabous concerne la transformation d'une garantie parallèle en garantie solidaire, de la part des « garants » actuels de FESF, à laquelle l'Allemagne s'est toujours fermement opposée. Le deuxième serait de faire participer l'ensemble des Membres de l'Union au mécanisme alors qu'il est prévu, au départ, au seul bénéfice des pays Membres de l'UEM, ce qui devrait, à ce seul titre, susciter une opposition, notamment de la Grande-Bretagne.

Sans sous-estimer ces difficultés, il devrait être possible d'y remédier très largement par la structure des deux aspects « complémentaires », cités ci-dessous, nécessaires pour assurer la crédibilité de l'ensemble du mécanisme.

2) En ce qui concerne la crédibilité de la structure des prêts de l'Emprunteur aux Bénéficiaires finaux, la « conditionnalité », basée sur le type d'exigences habituelles requises par l'UE et le FMI, devrait être assortie, lors de chaque tirage, de l'émission par le Bénéficiaire au profit de l'Emprunteur d'obligations sérielles « couvertes » correspondant au service de la dette contractée.

L'idée de base est que la sécurité additionnelle offerte par des obligations « couvertes » en vertu de l'assignation spécifique et irrévocable de ressources du Bénéficiaire devant servir au remboursement, constitue en soi une importante assurance pour les « garants » et diminue d'autant le risque de voir leur garantie appelée. La contrepartie serait que les conditions financières soient identiques à celles des opérations de financement correspondantes de l'Agence (avec éventuellement une commission d'agence limitée à 0.05%), réduisant considérablement les coûts pour le Bénéficiaire par rapport aux conditions imposées actuellement par le FESF.

3) En ce qui concerne la structure du mécanisme par lequel l'Emprunteur se finance en cas de défaillance d'un Bénéficiaire, il est suggéré que la BCE soit autorisée à « acheter » au pair les obligations couvertes détenues par l'Emprunteur à la veille de leur « échéance ». Ceci permettrait à l'Emprunteur, dans tous les cas de figure, de faire face à ses engagements vis-à-vis des porteurs de ses propres obligations. (et d'éteindre la garantie budgétaire correspondante).

Dans un tel mécanisme, la garantie, apportée à l'EFSF à l'heure actuelle par les Membres de l'UEM, s'effectuerait au profit de la BCE, indépendamment de celle qui est implicite à la garantie « solidaire » donnée au budget de l'UE. Il serait parfaitement possible de maintenir – à ce niveau – un système de «

garanties parallèles » (et non solidaires), limitées pour chaque Etat Membre de l'UEM à sa quote part (avec ou sans nécessité du rehaussement actuel de 20%) puisque cela n'affecterait en rien la perception des investisseurs (ou des Agences de notation) concernant la « sécurité » des titres émis par l'Emprunteur.

Si ce mécanisme est retenu, il pourrait s'assortir d'un accord portant sur les interventions de la BCE dans le marché de la dette publique de ses membres qui sont l'objet actuel d'intenses polémiques : par exemple, la BCE pourrait s'interdire d'intervenir dans le marché de la dette publique de tout membre qui aurait eu recours au mécanisme de stabilisation. En effet, puisque la BCE serait contractuellement obligée d'acquiescer, à la veille de leur échéance, « les obligations couvertes » émises par le Bénéficiaire au profit de l'Emprunteur, il serait sain de limiter son risque vis-à-vis d'émetteurs, par définition, en situation financière difficile.

Une stipulation supplémentaire (incluse obligatoirement dans la conditionnalité des prêts) serait qu'en échange de l'obligation contractuelle de la BCE d'acquiescer les « obligations couvertes » des Bénéficiaires, ce soit la Banque Centrale Nationale du pays Bénéficiaire (membre du Système Européen de Banques Centrales) qui assume la responsabilité de la supervision de la « couverture », offrant par ce biais à la BCE une assurance supplémentaire de la bonne fin des opérations.

B. L'émission d'« Obligations de Stabilité »

Le schéma décrit ci-dessus répond très largement aux critères considérés comme nécessaires pour asseoir la crédibilité pérenne du mécanisme au niveau des marchés ; cela devrait aussi contribuer à la création d'un environnement plus stable pour l'UEM et la Monnaie Unique.

Se fondant sur ces prémices, il n'est pas inutile d'envisager la possibilité d'élargir ce mécanisme de manière à répondre à deux objectifs supplémentaires importants : le premier doit apporter une justification à la participation des pays non membres de l'UEM ; le second permet d'envisager la création d'un large marché d'obligations de l'UE (Obligations de Stabilité), permettant à l'ensemble de ses membres de bénéficier d'un mécanisme financier concurrentiel à celui de la dette publique américaine.

1) Justification de la participation des pays non membres de l'UEM

En échange de leur garantie solidaire du budget de l'Union qui découle du Traité, on pourrait envisager que tous les Membres de l'Union puissent avoir accès au financement de leurs dettes publiques respectives par l'intermédiaire de l'Emprunteur dans des conditions similaires à celles offertes aux membres de l'UEM. En cas d'utilisation, le pays Bénéficiaire assumerait sa part de garantie du mécanisme vis-à-vis de la BCE et sa Banque Centrale assurerait la supervision de la « couverture » des obligations remises à l'Emprunteur en nantissement dans le cadre de la conditionnalité du prêt.

2) Création d'un large marché de la « dette publique » de l'Union (Obligations de Stabilité)

Le GP vise la création à terme d'un large marché liquide pour des titres représentatifs de la capacité d'emprunt – largement sous-utilisée – de l'UE, destiné à fonctionner dans des conditions de marché normales.

Ces titres, appelés de façon générale et quelque peu ambiguë « Euro Bonds ou Eurobonds », ont fait l'objet de divers schémas, certains très détaillés. Cependant, à cause de sérieux doutes concernant leur faisabilité, ils n'ont pas, à ce jour, bénéficié d'un consensus « politique » suffisant. Le GP vise à initier un processus qui permet d'évaluer la faisabilité d'un tel projet, condition préalable à sa mise en œuvre. Pour clarifier le sujet, il a regroupé la plupart de ces schémas en trois catégories, différenciés par le mécanisme de garantie (solidaire et parallèle ou seulement parallèle) et en termes d'envergure (remplaçant tout ou seulement partie des besoins de financement des Etats Membres de l'UEM).

Partant du schéma décrit ci-dessus dans le cadre de l'assistance à des pays membres en difficulté, on

pourrait imaginer que le mandat dévolu à l'Agence de la dette de l'Union Européenne (l'Emprunteur) soit élargi pour permettre le financement de pays membres dans le cadre « ordinaire » de la gestion de leurs dettes publiques respectives. Alors que son mandat pour la « stabilisation » serait exercé comme décrit dans la Section II-A ci-dessus, son rôle d'Emprunteur « ordinaire » serait soumis à des contraintes différentes et plus souples évoquées ci-après.

Revisitons les trois aspects qui garantissent la crédibilité du système à la lumière de ce nouvel objectif.

1) Il n'y a pas de changements à apporter à la structure de l'Emprunteur qui doit continuer, pour l'ensemble de ses opérations, à bénéficier d'une garantie budgétaire de l'Union.

Ceci est indispensable pour que les titres bénéficient d'une structure de crédit stable tout en assurant la fongibilité, la liquidité et donc leur acceptation la plus large par les marchés.

2) En ce qui concerne la structure des prêts de l'Emprunteur aux Bénéficiaires, la conditionnalité qui y serait attachée serait fonction du respect d'une série de critères. Ceux-ci seraient inspirés de ceux proposés par la Commission dans le cadre de la mise à jour du Pacte de Stabilité et de Croissance de la mise en œuvre du « Semestre Européen », du « Six Pack » ainsi que des propositions récentes renforçant la surveillance économique et budgétaire et – en cas de ratification – des nouvelles obligations résultant d'amendements futurs aux Traités.

On pourrait se référer à une série d'indicateurs « objectifs » s'appliquant au déficit budgétaire, au taux d'endettement (public et privé), aux équilibres économiques (compétitivité) etc. dont l'articulation déboucherait « mécaniquement » sur une « notation de l'UE » graduée de 1 à 3. Cette notation serait attribuée à l'ensemble de la dette du Bénéficiaire et serait révisable périodiquement, et au moins annuellement lors de l'exercice du « Semestre européen ».

- **La Notation « 1 »**, dont les conditions d'attribution seraient plus exigeantes que le respect pur et simple des niveaux minima des critères retenus, permettrait au Bénéficiaire d'être dispensé de toute conditionnalité spécifique. Il serait néanmoins soumis à l'obligation de « nantir » auprès de l'Emprunteur des titres dont la valeur à l'échéance correspond au service de la dette contractée. Ce nantissement serait « rehaussé » par la mise en place effective d'une « couverture » en cas de « révision » négative de la notation, le Bénéficiaire ayant dans ce cas l'option de s'y soustraire par un remboursement anticipé (assorti, le cas échéant d'une pénalité de réemploi au bénéfice de l'Emprunteur).

- **La Notation « 2 »** serait attribuée aux Bénéficiaires qui respectent l'ensemble des niveaux minima des critères. La seule « conditionnalité » exigée serait le nantissement d' « obligations sérielles couvertes » en garantie de l'exécution ponctuelle du service de la dette contractée.

- **La Notation « 3 »** s'appliquerait à la dette de tout Bénéficiaire qui serait l'objet de recommandations, procédures ou sanctions prévues par l'exercice du Semestre européen. S'appliquerait alors la procédure complète décrite plus haut dans le cadre du « mandat de stabilisation » de l'Agence, y compris une conditionnalité calquée sur les engagements exigés par l'UE (et le FMI).

Un tel système de notation, s'il est objectif (la méthodologie appliquée serait rendue publique) et échappe à toute interférence politique, pourrait réduire de manière significative l'impact sur les marchés induit par les changements de notation des Agences privées.

Le recours au programme « ordinaire » de l'Agence pour financer la dette publique d'un pays membre serait purement « volontaire ». En principe, les pays qui auraient un accès direct au marché à des conditions plus avantageuses s'abstiendraient, comme c'est le cas aujourd'hui pour l'Allemagne, ou un nombre rapidement décroissant d'autres émetteurs par rapport aux titres émis dans le cadre du Mécanisme Européen de Stabilisation Financière qui sert d'étalon aux émissions bénéficiant d'une garantie budgétaire de l'UE. On peut néanmoins penser qu'avec le développement progressif d'un large marché pour des OS, les conditions

d'emprunt par l'intermédiaire de l'Agence se révéleront avantageuses pour un nombre toujours plus important de pays membres.

3) Quant à la structure du mécanisme assurant le financement ponctuel du service de la dette de l'Emprunteur, les propositions concernant le rôle spécifique de la BCE et des Banques Centrales nationales des participants, décrites ci-avant, seraient d'application.

Ceci concerne, notamment, la garantie parallèle des pays de l'UEM, apportée à la BCE, couvrant le remboursement par les Bénéficiaires de leurs obligations, et qui serait étendue à tout membre de l'UE qui participerait au système.

Section III – Conclusion

Par rapport aux diverses options détaillées dans le GP, les conditions préalables considérées comme incontournables pour s'assurer la réceptivité des investisseurs implique d'éliminer toute structure basée sur une garantie « parallèle » des Pays Membres de l'UE/UEM. En effet, une telle structure est intrinsèquement instable car elle est directement affectée par les performances de ses membres les plus fragiles ; cela ne peut donc être compatible avec l'exigence que les OS bénéficient de la meilleure notation sur la durée. Une structure de « **garantie conjointe et parallèle** » est, par conséquent, incontournable.

Un autre avantage d'un recours à la garantie budgétaire de l'UE est d'assurer l'uniformité explicite/implicite de la structure de crédit sous-tendant l'émission de tout titre bénéficiant de la garantie conjointe et parallèle des 27 pays membres ; en plus des émissions d'une future « Agence de la dette » cela concerne les émissions du MESF (s'il est maintenu) de même que les émissions de la BEI. C'est aussi la raison pour laquelle il serait moins qu'optimal d'envisager une garantie conjointe et parallèle limitée aux seuls membres de l'UEM. En effet, une structure différenciée du support crédit entre divers émetteurs de l'Union est de nature à créer la confusion et pourrait induire des distorsions malvenues dans les marchés primaires et secondaires des OS nouvellement créés ou bien avoir des conséquences négatives sur les titres d'autres emprunts garantis par l'UE.

Les intérêts légitimes des pays non-membres de l'UEM bénéficient d'une protection adéquate par le fait que leur appel en garantie est de fait « subordonnée » à celle des pays membres de l'UEM. Cet accord « politique » entre pays membres n'altérerait en rien l'évaluation portée par le marché sur les OS. Ce concept est aussi fondamentalement compatible avec l'intérêt que les 27 ont dans la stabilité de l'€, fait qui est clairement démontré par les appels répétés des Gouvernements anglais, polonais et d'autres pour que l'Eurozone prenne les mesures nécessaires pour juguler la crise. Cela demande cependant un minimum de solidarité entre les 27 sans laquelle l'ensemble du projet européen est condamné.

En ce qui concerne le choix entre une substitution totale ou partielle des dettes nationales par l'émission d'OS, ceci devrait être laissé au choix de chaque pays. Aussi longtemps qu'ils peuvent bénéficier de conditions d'emprunt plus favorables, il semble inapproprié d'imposer un système plus onéreux. Les propositions qui envisagent une « compensation » entre bénéficiaires sur la base d'une « formule » apparaît comme inutilement compliquée et susciterait des tensions continues entre participants. La discipline indispensable à la faisabilité du schéma doit découler très directement des engagements au niveau de la surveillance renforcée s'appuyant sur des sanctions effectives, en ce compris une capacité d'intrusion de l'UE dans les politiques nationales des pays qui ne satisferaient pas à leurs obligations.

Enfin, le schéma proposé offre une série d'avantages non négligeables sur le plan de la **mise en œuvre**. En

effet, prenant en compte que tout amendement aux Traités est un exercice éminemment incertain, complexe et long, il serait possible d'accélérer l'introduction d'OS en adhérant dans l'intérim aux procédures bien rodées applicables aux emprunts d'UE dans le cadre de l'Assistance macro-financière. La conditionnalité négociée dans le cadre du contrat de prêt sur base bilatérale entre l'Emprunteur et le Bénéficiaire (l'équivalent du MOU négocié entre l'UE et des pays tiers bénéficiaires) pourrait inclure sur une base contractuelle volontaire des stipulations équivalentes aux conditions qui découleraient in fine de l'entrée en vigueur des nouvelles propositions législatives et de modifications éventuelles des Traités. Ceci permettrait de mettre en œuvre la procédure d'émission d'OS sans attendre l'achèvement du processus de ratification à l'unanimité et aussi d'allouer le temps nécessaire à la prise en considération des changements requis.

Une telle approche permet de concilier l'urgence qui découle de la nécessité de rassurer les marchés qu'une action vigoureuse est décidée tout en assurant le temps nécessaire pour conforter la légitimité démocratique du processus suivi. Ce « compromis politique » devrait être acceptable à l'ensemble des pays membres. Chacun d'eux sera, en effet, le bénéficiaire d'une Union financièrement plus stable.

La crédibilité de l'Euro sera également significativement renforcée en dissociant les questions relatives à la solvabilité des Etats Membres de l'UEM de celles concernant la pérennité de la monnaie unique. En conséquence cela devrait renforcer considérablement la capacité de négociation de l'UE au plan international et renforcer son indépendance vis-à-vis d'autres grands acteurs (en particulier la Chine) qui, dans le climat actuel, pourrait être tenté d'exercer une influence indue en utilisant leur statut de créancier au détriment d'Etats Membres individuels affaiblis.

Doté d'un tel mécanisme, l'Union pourrait aussi prétendre à une plus grande influence au sein du G20 et ainsi peser plus efficacement sur la résolution des problèmes liés à la réforme du système monétaire international et à la gouvernance du marché financier globalisé.



Paul GOLDSCHMIDT

De nationalité belge, Paul GOLDSCHMIDT est diplômé de l'Université Libre de Bruxelles et Licencié en Sciences Commerciales et Financières. Il rejoint Goldman Sachs à New York (1962-69) puis Goldman Sachs International à Londres dont il devient Administrateur (1970-1985). Après 7 ans en tant que consultant dans la sphère financière à Londres et Monaco (1985-1993), il devient Directeur du service « Opérations Financières » au sein de la Direction Générale « Affaires Economiques et Financières » de la Commission Européenne (1993-2002) où il a joué un rôle primordial dans l'harmonisation et la réforme des marchés financiers européens avant et pendant l'avènement de l'euro. Il siège alors au Conseil d'Administration du Fonds Européen d'Investissements (2001-2002). Depuis 2002, il écrit sur des sujets politiques et financiers d'actualité et participe à de nombreux colloques internationaux.

Les propos et opinions exprimés dans ce document n'engagent que la responsabilité de l'auteur.

