

# Vers une agence européenne de la dette ?

---

**Laurent Daniel**  
**Pavel Diev**

La *Revue de l'OFCE* est ouverte aux chercheurs et à tous les spécialistes en économie et en sociologie. La revue s'assure de la rigueur des propos qui sont tenus mais les jugements et opinions exprimés par les auteurs, y compris quant ils appartiennent à l'OFCE, n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquels ils appartiennent.

\* Cet article exprime les vues de ses auteurs et en aucun cas celles de la Banque de France. Les auteurs remercient pour leurs critiques constructives Pierre Jaillet, Bruno Cabrillac, Bruno-Philippe Jeudy, David Blache, Gilbert Cette, Laurent Paul, Jean Paul Renne, Ramona Jimborean, Emmanuelle Bierre. Les auteurs remercient Anna Kelber pour sa contribution à l'article.

laurent.daniel@banque-france.fr

pavel.diev@banque-france.fr

*Les crises grecque et irlandaise mettent en lumière les lacunes de l'Union économique et monétaire. Nous analysons ici la possibilité d'une émission conjointe de titres de dettes publiques des pays de la zone euro. Le principal objectif d'une telle émission (dont nous appelons l'émetteur l'Agence européenne de la dette) serait de mettre en œuvre un mécanisme efficace de supervision et de coordination des politiques budgétaires, en offrant en plus un mécanisme d'assistance en cas de crise mais aussi une grande liquidité des titres émis, ce qui devrait bénéficier à l'ensemble des pays participants. Plus concrètement, nous analysons un modèle d'une agence qui émettrait des euro-obligations et re-prêterait aux pays participants, et qui serait dotée d'un Fonds de garantie alimenté par les pays les plus risqués, et d'un organe décisionnel – Conseil – qui déterminerait le prix des garanties à payer par les pays moins vertueux. La gouvernance de l'agence devra être indépendante, permettant de relever le prix, de réduire les montants, voire de supprimer l'accès au financement, des pays qui ne suivent pas ses recommandations.*

**Mots-clés :** Crise grecque. Crise irlandaise. EFSF. Agence de la dette. Coordination budgétaire. Union économique et monétaire. Taux d'intérêt à long-terme.

Les crises de dette que traversent la Grèce et l'Irlande concernent également les autres pays de la zone euro à travers les liens économiques et institutionnels qui unissent ces États dont au premier rang le partage d'une monnaie unique. Elles pointent également le doigt sur certaines lacunes de l'Union économique et monétaire (UEM). En effet, l'UEM repose sur deux piliers – monétaire et budgétaire – inégalement achevés : intégration complète des politiques monétaires mais coordination, en pratique « molle », des politiques budgétaires *via* le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). La situation actuelle des finances publiques des États périphériques de la zone euro (Grèce, Espagne, Irlande, Portugal) montre que le PSC ne remplit plus son objectif, à savoir préserver et garantir la stabilité de l'Union monétaire en assurant le respect des critères de convergence après l'entrée dans la zone euro.

Le problème structurel auquel est confrontée la zone euro dépasse les problèmes budgétaires ; il concerne également les hétérogénéités croissantes entre États membres en termes de compétitivité et de solde courant. Les déficits de compétitivité et de solde courant auraient conduit, avant l'UEM, à un rééquilibrage à travers le canal du taux de change qui est désormais impossible. En conséquence, le déséquilibre institutionnel entre les politiques monétaire et budgétaire met l'Union monétaire dans une impasse. Dès lors, l'alternative se pose pour les années à venir entre : (i) un développement des tensions au sein de la zone euro attisées par une divergence économique entre pays membres, c'est-à-dire un pas en arrière dans la construction économique européenne ; et (ii) un renforcement du pilier budgétaire, allant dans le sens d'une plus grande cohésion et surveillance des politiques budgétaires, en d'autres termes une véritable avancée de l'intégration européenne. La seule certitude est que le *statu quo* a été ébranlé au vu des événements économiques récents. En effet, la crise a contribué à exacerber les hétérogénéités entre États membres et a montré que les autorités de politique économique de la zone euro manquent cruellement d'instruments de discipline collective et de coordination économique appropriés.

L'option d'une plus grande coordination budgétaire paraît la seule voie possible à moyen-long terme. Un éclatement de l'UEM, c'est-à-dire la sortie d'un ou de plusieurs de ses membres, aurait un coût instantané élevé qui dépasse le bénéfice du rééquilibrage *via* le taux de change. Au contraire, un renforcement du pilier budgétaire de l'Union peut, sous certaines conditions, apporter uniquement des bénéfices. L'enjeu est ainsi le suivant : le renforcement du volet budgétaire augmentera la perception de solidarité implicite, qui semble déjà la conception majoritaire régnant sur les marchés financiers de la zone. Cette solidarité s'est traduite par des déclarations explicites des chefs d'États et de gouvernements de la zone euro, d'abord par un accord de principe le 11 février 2010, et ensuite par un accord sur un mécanisme concret d'aide à la Grèce, le 25 mars, qui prend la forme d'une aide financée majoritairement sous la forme de prêts bilatéraux coordonnés

des États membres de la zone euro accompagnée une contribution minoritaire du FMI, dont les modalités ont ensuite été détaillées (Euro area's Heads of State and Government, *Statement [on the implementation of the support package for Greece]*, 7 mai 2010).

Une étape supplémentaire a été franchie le 9 mai 2010 avec la création du Fonds européen de stabilisation financière (EFSF ; acronyme anglais). Cette entité, société anonyme de droit luxembourgeois a la capacité d'émettre des obligations bénéficiant de la garantie des États membres de la zone euro afin de fournir des prêts à un État de la zone euro en difficulté. Les modalités de fonctionnement de ce fonds sont énoncées dans un accord entre celui-ci et les États membres de la zone euro (*EFSF Framework Agreement*, 7 juin 2010). Le 28 novembre 2010, les États membres de la zone euro ont décidé d'activer pour la première fois ce fonds qui fournira 17,7 des 85 milliards d'euros de l'assistance financière à l'Irlande.

L'enjeu collectif pour tous les États membres de la zone euro a été de trouver un arrangement institutionnel qui permette de minimiser l'aléa de moralité qui en découle. Cet arrangement passe nécessairement par un accroissement de la surveillance budgétaire et des sanctions à la disposition des institutions européennes en cas d'infraction aux règles de fonctionnement. Les plans d'assistance à la Grèce et à l'Irlande intègrent une conditionnalité mais celle-ci est ad hoc. Ainsi, le mécanisme d'aide conçu pour la Grèce est assujéti d'une conditionnalité stricte de consolidation des finances publiques contrôlée conjointement par la Commission européenne et le FMI, en liaison avec la BCE. De plus, les prêts sont consentis à un taux d'intérêt calculé sur la base des *swaps* de taux Euribor de maturités correspondantes en y ajoutant une prime de 350 points de base (ce qui donne un taux autour de 5 %).

La création du Fonds européen de stabilité financière (EFSF) devait compléter le mécanisme établi pour la Grèce dans un contexte de contagion de la crise. Le fonctionnement de l'EFSF est, en effet, semblable au mécanisme d'aide conçu pour la Grèce à la différence que les fonds prêtés sont levés sur le marché par un « Special Purpose Vehicle » garanti conjointement par les États participants au prorata de leur clé de capital BCE. L'établissement de l'EFSF constitue donc une première marche vers une émission conjointe de dette par les États membres de la zone euro. Il s'agit néanmoins d'une solution exceptionnelle et temporaire (la durée de fonctionnement de l'EFSF est limitée à 3 ans), destinée à être mise en œuvre en dernier recours, en cas de dysfonctionnement fort des marchés. Elle ne permettrait pas de combler la déficience structurelle de surveillance et de coordination des politiques budgétaire évoquée plus haut et dont la crise grecque est un symptôme. C'est pour cette raison que les chefs d'État et de gouvernement ont demandé au Président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, l'établissement d'un groupe de travail pour étudier les possibilités d'accroissement de la surveillance budgétaire et macroéconomique ainsi que la création d'un cadre solide de résolution des crises au sein de la zone euro, avec des propositions de réformes avant la fin 2010. Le rapport final du groupe de travail de H. Van Rompuy, endossé par

le Conseil européen des 28 et 29 octobre 2010, donne une vision assez complète de la structure du futur cadre de gouvernance économique de l'UE, centré autour de trois volets « renforcement du PSC », « surveillance macroéconomique » et « mécanisme permanent de gestion des crises ».

Les grandes lignes du cadre d'assistance devant se substituer à l'EFSF à partir de mi-2013, ont été annoncées dans une déclaration de l'Eurogroupe du 28 novembre 2010 (Eurogroup, *Statement [on a permanent crisis mechanism to safeguard the financial stability of the euro area as a whole. (...) the European Stability Mechanism (ESM)]*, 28 novembre 2010). Le Mécanisme européen de stabilité (MES) constituera ce cadre d'assistance financière et inclura une participation des créanciers privés à une restructuration de dette en cas d'insolvabilité d'un État de la zone euro, sur la base de clauses d'actions collectives (CAC). Les CAC sont des clauses contractuelles déjà prévues dans certaines obligations, notamment en droit américain et en droit britannique. Elles rendent contraignante pour tous les créanciers l'exécution d'une restructuration de dette si celle-ci est acceptée par une majorité qualifiée d'entre eux.

Dans l'optique d'une solution structurelle et permanente des déficiences institutionnelles de l'UEM mises en lumière par la crise, nous analysons ici l'idée d'une émission conjointe de titres de dettes publiques par des pays de la zone euro. L'émission conjointe de titres de dettes publiques par des pays de la zone euro a été maintes fois évoquée dans les milieux institutionnels et dans la presse internationale, particulièrement depuis l'avènement de la crise financière internationale. Cette idée est controversée ; elle paraît techniquement et juridiquement réalisable, dès lors qu'elle ne remet pas en cause la souveraineté des États. L'émission conjointe serait en effet le vecteur nécessaire à l'accroissement de la cohésion budgétaire, ayant aussi une portée symbolique – les « eurobonds » – étant compréhensibles et visibles pour les populations européennes et pour le reste du monde, tout comme l'est l'euro pour l'Union monétaire.

Nous utilisons le terme Agence Européenne de la Dette (AED) pour désigner la nouvelle instance européenne chargée de la mise en œuvre d'une émission commune. Elle serait chargée de la gestion des émissions et de la surveillance budgétaire. L'objectif de cet article est d'étudier la faisabilité d'une émission conjointe des obligations publiques des États membres de la zone euro. L'article est structuré comme suit : 1) dans une première section, nous présentons la réémergence récente dans le débat public de l'idée d'une agence européenne de la dette ainsi qu'une présentation des avantages et inconvénients généralement associés à une telle structure. 2) Dans une deuxième section, nous présentons le mandat et les modalités concrètes de l'organisation et du fonctionnement de l'agence, ainsi que les problèmes techniques qui entourent sa mise en œuvre. 3) Dans une troisième section, nous étudions des éléments empiriques et théoriques sur la prime de liquidité, indiquant que des émissions conjointes peuvent offrir un gain grâce à leur plus grande liquidité qui pourrait être un argument supplémentaire en faveur sa création. 4) La dernière section conclut.

## 1. Avantages et inconvénients généralement associés à la mise en place d'une Agence européenne de la dette (AED)

### 1.1. Déclarations en faveur d'une AED

Fin 2008, Jean-Claude Juncker<sup>1</sup>, Président de l'Eurogroupe, propose d'émettre des « euroobligations », garanties par l'ensemble des États membres de la zone euro : « Il faudra que nous réfléchissions à une meilleure façon de gérer en commun notre dette publique. On pourrait même imaginer, par exemple, la création d'une agence européenne capable d'émettre des euroobligations ». Selon les estimations de M. Juncker, les meilleures signatures, y compris l'Allemagne, y trouveraient intérêt sous deux ou trois ans. L'AED pourrait aussi gérer une partie du stock de la dette existante. Les États rembourseraient de manière anticipée leur stock de dette nationale et réémettraient des euroobligations. Il a recueilli le soutien de la plupart des pays de la zone euro mais l'Allemagne s'est opposée à cette proposition.

En février 2009, dans un contexte de tensions aggravées sur les marchés financiers des nouveaux États membres de l'UE et certains pays périphériques de la zone euro, George Soros<sup>2</sup> souhaite une AED pour répondre aux tensions dans certains nouveaux États membres de l'UE et aux besoins de recapitalisation du système financier. Les pays de la zone euro ont intérêt à une telle assistance car leurs banques ont des expositions importantes dans les nouveaux États membres de l'UE. De plus, une agence de la dette permettrait de lever de manière plus optimale les fonds nécessaire au soutien du système financier de la zone euro. Soros pointe les lacunes structurelles de l'UEM : la zone euro dispose de l'Eurosystème avec une grande coordination des actions des banques centrales nationales et de la BCE mais pas de Trésor et d'autorité de supervision centralisés. Soros considère que cela a pu conduire certains États à protéger avant tout leurs banques et non le système financier de la zone euro globalement (comportement non-coopératif). Les nouvelles obligations européennes (en complément des obligations nationales) augmenteraient la crédibilité au soutien des banques de la zone euro et serviraient à assister les membres de l'UE en dehors de la zone euro, en augmentant la capacité de prêt de l'UE au-delà des mandats actuels de la BEI et de la BERD.

Yves-Thibault de Silguy, alors Commissaire européen chargé des questions économiques et monétaires, proposait en septembre 1999 une gestion commune de l'émission d'une partie des emprunts et obligations en euros afin de concurrencer les marchés obligataires en dollars<sup>3</sup>. Une agence de la dette permettrait d'améliorer la liquidité des marchés obligataires souverains de la zone euro en augmentant l'encours des émissions par titre reflétant ainsi la taille de la zone par rapport au marché des *US Treasuries* : « Il faut envisager la mise en place d'un émetteur officiel dans la zone euro qui permette une gestion en commun de l'émission d'une partie des emprunts en

1. <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/coulisses/2008/12/juncker-heureux.html>

2. George Soros, The eurozone needs a government bond market, *Financial Times*, 18 février 2009.

3. Voir De Silguy (2010).

euros (...) Il faut favoriser l'utilisation de l'euro sur les marchés des capitaux. Les émissions en euros bien qu'importantes souffrent de l'absence d'un émetteur de référence (...) Pour avoir des références sur les marchés internationaux, il faut lancer de très gros emprunts de l'ordre de 10, 20 ou même 25 milliards d'euros. Ceci permettrait de créer une très grande liquidité en euros et de concurrencer le dollar qui reste la monnaie phare en matière d'émissions obligataires ».

Le Directeur général du FMI, Dominique Strauss Kahn<sup>4</sup>, se montrait récemment également favorable à une AED. Le 6 mars 2010, le premier ministre belge Yves Leterme<sup>5</sup> a publiquement proposé la création d'une AED : « Je propose de franchir une étape supplémentaire : créer un Trésor commun à la zone euro ou une Agence européenne de la dette (AED). L'AED serait une institution de l'UE chargée d'émettre et de gérer la dette gouvernementale de la zone euro, sous l'autorité des ministres des finances de l'Eurogroupe et de la Banque centrale européenne (BCE). »

Guy Verhofstadt<sup>6</sup>, responsable du groupe libéral et démocrate (ADLE) du Parlement européen propose une approche en deux temps pour réaliser une Agence européenne de la dette. Dans une première phase, l'émission européenne commune<sup>7</sup> suivrait la participation de chaque pays au sein de la BEI avec un taux d'intérêt qui serait la moyenne pondérée des taux de chaque pays de la zone euro afin de refléter le risque de crédit. Guy Verhofstadt propose ensuite, une fois que les *spreads* sont réduits au niveau d'avant le déclenchement de la crise financière (30 points de base sur les taux à 10 ans), que les 60 % du PIB de dette publique autorisés par le Traité de Maastricht seraient placés dans un marché obligataire commun. La Commission européenne aurait alors la possibilité de refuser l'accès au marché obligataire européen aux pays qui ne respectent pas les critères de Maastricht.

## 1.2. Critiques de l'AED

La première catégorie de critiques de l'AED est liée aux gains limités qu'elle offrirait aux pays les plus vertueux en termes de finances publiques. Peer Steinbrück, alors ministre des Finances allemand, avait déclaré que l'AED augmenterait le coût de financement allemand en raison d'une dilution du risque. L'économiste allemand Otmar Issing<sup>8</sup>, anciennement membre du Directoire de la BCE, considère également qu'une obligation commune entraînerait un taux plus élevé pour l'Allemagne et la France. Elle serait, selon lui, la première étape sur la voie d'un renflouement. Pour Issing, l'AED entraînerait la fin de la stabilité de la zone euro. Elle dissuaderait les États membres de se montrer vertueux (aléa moral). Elle

---

4. « We have a big player which is the European Union and there is no reason why it shouldn't have its own way of financing and to issue bonds is a good idea ». Source : Reuters, 21 février 2009.

5. Yves Leterme, *Le Monde*, 6 Mars 2010.

6. Guy Verhofstadt, « Est-ce que la crise concernant l'euro est finie ? », *Tribune libre*, 6 avril 2010.

7. Guy Verhofstadt prend comme référence la proposition de De Grauwe et Moesen, « Des gains pour tous : une proposition de marché obligataire commun », *International Economics*, mai-juin 2009.

8. Otmar Issing, « Why a common eurozone bond isn't such a good idea », *Balkan Monitor*, juillet 2009.

condamnerait un des principaux succès de l'UEM qui a été de faire converger les taux des États membres vers ceux des plus vertueux (toutefois cet argument a été remis en cause par les événements récents). De plus, il met en avant les difficultés de mise en œuvre et du partage équitable du coût du projet. Le directeur de l'Agence de la dette allemande, Carl Heinz Daube<sup>9</sup>, indiquait qu'une plus grande coopération économique, qui passe par exemple par la définition commune d'une partie des politiques budgétaires nationales, est un pré-requis à cette agence du fait des différents systèmes nationaux de gestion de la dette et de l'absence de politique budgétaire commune.

La deuxième catégorie de critiques de l'AED tient à la disparition d'indicateurs de marché<sup>10</sup>. La substitution complète des obligations souveraines nationales par des euro-obligations entraînerait 1) la disparition progressive du CDS, indicateur du risque de crédit du pays, réduisant ainsi la discipline de marché ; 2) la disparition de l'indicateur des anticipations d'inflation fondé sur les taux longs ; toutefois il existe toujours la possibilité d'un indicateur agrégé d'anticipations d'inflation basé sur les taux longs de l'agence si elle émettait des obligations indexées. Plus généralement, la mise en place d'une AED créerait une rupture structurelle des indicateurs de finances publiques de la zone euro et modifierait l'appréciation par les marchés de tous ces indicateurs, notamment les CDS sur le reliquat de dette. Les titres nationaux anciennement émis et les nouveaux titres émis par l'AED pourraient alors pâtir d'une « prime d'incompréhension » face à une nouvelle situation des marchés de dette sans référence historique et une prime de contrepartie du fait de l'absence de connaissance des modalités de fonctionnement de l'AED par les investisseurs.

La troisième catégorie de critiques de l'AED tient aux inconvénients d'une éventuelle disparition ou diminution des attributions des agences de la dette nationales. En effet, les agences nationales permettent aux États de caler le refinancement de leurs titres de dette en réémettant de nouveaux titres aux caractéristiques similaires. La fin de la possibilité du « roll over » des titres nationaux pourrait poser des problèmes de liquidité aux États. En France, l'Agence France Trésor a aussi la charge de la gestion de la trésorerie de l'État. Certains États de la zone euro seraient alors contraints de revoir leur gestion de trésorerie. De plus, les agences nationales permettent aux gouvernements d'avoir un contact avec les marchés qu'ils ne souhaitent pas abandonner.

9. « German debt chief snubs a joint European bond », *Financial Times*, 26 février 2009.

10. Christian Noyer, « L'euro 2009-2019 : de l'adolescence à l'âge adulte », *Revue d'Économie Financière*, n° 96, janvier 2010.

### 1.3. L'AED permettrait de créer un mécanisme de solidarité intra-zone euro conforme au Traité et renforçant la stabilité de la zone euro

#### 1.3.1. La discipline de marché sur les finances publiques des pays de la zone euro

Le Pacte de stabilité et de croissance n'a pas réussi à instaurer une discipline suffisamment stricte dans la mise en œuvre des politiques budgétaires des États membres de la zone euro. L'UEM souffre d'un déséquilibre structurel entre une politique monétaire unique<sup>11</sup> et, actuellement, 17 politiques budgétaires nationales faiblement coordonnées. Ce déséquilibre s'accroîtra avec la poursuite de l'élargissement de la zone euro.

La coopération en matière de politique budgétaire, *via* le PSC, est aujourd'hui insuffisamment efficace. Les politiques budgétaires sont coordonnées *ex post* *via* la Procédure de déficit excessif prévue par l'article 126 du Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE). La Commission européenne évalue la situation des finances publiques et le Conseil ECOFIN, c'est-à-dire les ministres des Finances de l'Union européenne, décide s'il existe un déficit excessif. Dans ce cas, le Conseil adresse des recommandations à l'État concerné qui doit mettre un terme à cette situation dans un délai précis. Si l'État ne respecte pas ces recommandations, le Conseil peut le mettre en demeure de prendre les mesures appropriées. Enfin, le Conseil peut appliquer des sanctions ou des amendes, ce qui n'est jamais arrivé jusqu'à présent. Avec la crise financière, les déficits des pays de la zone se sont creusés au point que la plupart connaissent un déficit public supérieur à la limite de déficit de 3 % du PIB prévue par le Pacte de stabilité et de croissance. Le PSC n'est pas parvenu à empêcher une dégradation significative des finances publiques de la plupart des pays de la zone euro (tableau 1).

La discipline budgétaire est de facto assurée par les marchés financiers, avec toute l'irrationalité et la volatilité qu'on leur connaît. La discrimination entre pays vertueux et pays moins vertueux est réalisée (depuis janvier 2009) au travers du *spread* sur les obligations souveraines, du CDS et des notes des agences de notation (tableau 2). On considère ici que les 6 pays de la zone euro notés AAA par Standard and Poor's sont les « pays vertueux » de la zone euro en termes de finances publiques. Les États de la zone euro trouvent principalement leur financement en émettant des titres obligataires achetés par des investisseurs. Les taux d'intérêt reflètent la rémunération que ces investisseurs estiment devoir percevoir pour acheter ces titres et notamment assumer le risque de crédit, c'est-à-dire de non remboursement de ces titres. En cas de dégradation de la situation des finances publiques, les taux d'intérêt demandés par les investisseurs aux États doivent donc être plus élevés. Cet impact varie toutefois selon les pays car les titres publics offrent

---

11. La politique monétaire de la zone euro est en effet décidée conjointement par les membres du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE), c'est-à-dire les gouverneurs des banques centrales nationales des pays de la zone euro ainsi que 6 membres du directoire de la BCE.

aussi aux investisseurs un service d'instrument de liquidité (voir section 3) ; ainsi, les taux d'intérêt des emprunts d'États américains ont moins augmenté que la dégradation des finances publiques des États-Unis ne le laisserait attendre. Pour évaluer la situation des finances publiques du pays, les investisseurs prennent en compte un faisceau d'indicateurs dont la note des agences de notations, et plus généralement l'évaluation fournie par celles-ci.

Depuis 2008, le *spread* (l'écart entre le taux d'intérêt pour une échéance obligataire souveraine donnée et le taux similaire des obligations allemandes) de certains pays de la zone euro, notamment la Grèce, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande, s'est fortement élargi. L'écartement des *spreads* grecs s'est accentué au moment où le gouvernement social-démocrate nouvellement élu a rectifié les déclarations du gouvernement conservateur sortant, ce qui a doublé les prévisions de déficit public pour 2009, de 6 % à 12,7 % du PIB, en décembre 2009. Ce mouvement s'est accompagné d'une dégradation des notes des agences de notation et de l'augmentation des CDS sur la dette souveraine, qui reflètent le prix de l'assurance contre le défaut du pays. L'accroissement des difficultés pour se financer sur les marchés a été le principal déterminant qui a conduit le gouvernement grec à annoncer des mesures budgétaires pour réduire son déficit. Toutefois, un accroissement brutal et spéculatif du coût de financement d'un État peut conduire au défaut de manière auto-réalisatrice car le taux d'intérêt joue un rôle déterminant dans la dynamique de la dette. Ainsi, les déclarations du Conseil ECOFIN ont été indispensables pour stabiliser les marchés dans la mesure où elles ont montré la capacité des Européens 1) de contraindre le gouvernement grec à mettre en place un plan de rigueur approprié et 2) de mettre en œuvre des mécanismes de solidarité européenne.

### 1.3.2. Les conséquences des difficultés de financement d'un pays de la zone euro pour les autres pays

Les difficultés de financement d'un État de la zone euro dégradent la crédibilité de la zone considérée dans son ensemble. Cela se traduit par une dépréciation du taux de change de l'euro et un financement de la balance courante plus difficile. Le taux de change de l'euro s'est déprécié sous l'effet des inquiétudes sur les finances publiques de certains des États membres. Néanmoins, cette dépréciation a été accueillie avec enthousiasme par les autorités politiques du fait du niveau actuel élevé de valorisation de l'euro. La dépréciation incontrôlée du taux de change peut toutefois être dommageable car les investisseurs peuvent craindre une dégradation supplémentaire de la situation des finances publiques, conduisant à une dépréciation supplémentaire du taux de change. Cette anticipation peut freiner les investissements étrangers en zone euro. Jean-Claude Trichet<sup>12</sup> a insisté sur le fait que l'appartenance à la zone euro offrait une aide *ex ante* pour le financement du déficit courant. Cette garantie de financement disparaîtrait en cas d'inquiétude sur

12. Séance de questions-réponses suivant la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 février 2010.

la zone euro. La dégradation des finances publiques d'un État de la zone euro peut conduire les investisseurs à penser que la seule solution pour éviter le défaut est une augmentation de l'inflation et une monétisation indirecte de la dette publique, ce qui pourrait réduire la crédibilité de l'euro.

Malgré la clause de non renflouement, les marchés financiers semblent considérer qu'il existe une garantie implicite des grands États de la zone euro en faveur des États les plus endettés. L'interdiction du renflouement entre États par l'article 125<sup>13</sup> du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne exclut théoriquement le risque d'un engagement financier, par exemple sous forme d'une subvention, d'un pays de la zone euro envers un autre. Pour certains auteurs, l'article 125 n'interdit pas à l'UE de fournir une assistance financière si celle-ci est assujettie d'une conditionnalité (Marzinotto, Pisani-Ferry et Sapir, 2010). On constate que les *spreads* sur la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro se sont détendus après que le ministre des Finances allemand alors en poste, Peer Steinbrück, avait affirmé le 19 février 2009 que les États en difficulté seraient aidés<sup>14</sup>. Ces déclarations ont été interprétées dans le sens d'un potentiel soutien financier allemand en faveur d'autres pays de la zone euro et ainsi une forme de garantie implicite (*bail-out*) des grands États.

Parallèlement, l'interconnexion des systèmes financiers d'Europe continentale conduit à une forte exposition des banques de certains grands États de la zone euro sur d'autres États de la zone euro. Par exemple, selon les statistiques de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'exposition du secteur bancaire français à la Grèce s'élevait à 55 milliards d'euros, à fin septembre 2009. Un défaut de la part d'un État de la zone euro impliquerait ainsi directement une perte de crédit pour ses créanciers étrangers et probablement un affaiblissement de la solvabilité des autres emprunteurs locaux, en particulier les banques dont une part significative des actifs est composée de titres d'État domestiques.

Si sa solvabilité se dégrade fortement, un pays pourrait être tenté par une sortie de la zone euro afin de pouvoir retrouver une politique monétaire et de change autonome. En cas de défaut, les obligations de l'État en question ne pourraient évidemment plus être utilisées comme collatéral pour les opérations de refinancement de l'Eurosystème, ce qui limitera d'autant l'accès à la liquidité monétaire pour le système financier du pays et empêchera celui-ci de jouer son rôle de distributeur de crédit. Le défaut paraît conduire nécessairement à la sortie de la zone euro afin de pouvoir retrouver des politiques monétaire et de change autonomes.

---

13. Extrait de l'article 125 du TFUE (ex article 103 TCE) « L'Union ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. ».

14. « The euro region treaties do not foresee any help for insolvent countries, but in reality the other states would have to rescue those running into difficulty. », *Financial Times*, 19 février 2009.

**Tableau 1 : Appréciation des finances publiques des 16 États membres de la zone euro au regard de la procédure de déficit excessif**

	Autriche	Belgique	Chypre	Espagne	Finlande	France	Allemagne	Grèce	Irlande	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie	Slovénie
PDE*	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	non	oui	oui	oui	oui	oui
Date cible**	2013	2012	2012	2013	2011	2013	2013	2014	2014	2012	-	2011	2013	2013	2013	2013
Solde public 2010 (% PIB)	- 4,3	- 4,8	- 5,9	- 9,3	- 3,1	- 7,7	- 3,7	- 9,6	- 32,3	- 5,0	- 1,8	- 4,2	- 5,8	- 7,3	- 8,2	- 5,8
Dette publique 2010 (% PIB)	70,4	98,6	62,2	64,4	49	83	75,7	140,2	97,4	118,9	18,2	70,4	64,8	82,8	42,1	40,7

\* PDE : Procédure de déficit excessif ; \*\* Date cible de retour sous un ratio de déficit de 3 %.

Source : Prévisions d'automne 2010 de la Commission européenne.

**Tableau 2 : Appréciation du marché des finances publiques de la zone euro  
Obligations d'Etat à 10 ans : notation S&P, taux d'intérêt, niveau du CDS**

	Autriche	Belgique	Chypre	Espagne	Finlande	France	Allemagne	Grèce	Irlande	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie	Slovénie
S&P notation	AAA	AA+	A	AA	AAA	AAA	AAA	BB+	A	A+	AAA	A	AAA	A-	A+	AA
Taux à 10 ans (%)	2,8	3,2	4,6	4,0	2,6	2,7	2,4	9,6	6,4	3,8	2,7	3,9	2,6	6,1	3,6	3,7
CDS 5 ans (pp)	68,1	162,3	211,4	263,4	n.a.	78,4	36,8	871,5	573,3	178,7	n.a.	n.a.	n.a.	386,6	106,0	n.a.

Sources : Bloomberg, Datastream, 1<sup>er</sup> décembre 2010.

En cas de sortie de la zone euro, le taux de change du pays sortant se dépréciera violemment par rapport à son taux de change d'entrée dans la zone euro, réduisant ainsi brutalement la compétitivité de tous ses partenaires de la zone euro et leurs exportations vers le pays considéré. En 1992-1993, la sortie du SME des monnaies britannique, portugaise et italienne et leur dévaluation a été un choc négatif sur les exportations de leurs partenaires du SME et en particulier l'Allemagne. En cas de sortie de la zone euro et de dévaluation, on peut ainsi s'attendre à une contribution négative sur le PIB pour les autres pays *via* la baisse des exportations. Par exemple, sur un total de 359,8 milliards d'euros<sup>15</sup>, les exportations françaises en Grèce en 2009 s'élevaient à 3,3 milliards (0,9 %), 27,2 milliards (7,6 %) en Espagne, 4,4 milliards (1,2 %) au Portugal, 2,2 milliards (0,6 %) en Irlande, soit au total 37,1 milliards d'euros comptant pour 10,3 % des exportations françaises.

Toutefois, un pays serait confronté à plusieurs inconvénients majeurs s'il sortait de la zone euro. Le gouverneur de la Banque centrale de Grèce dans un article du *Financial Times* du 22 janvier 2010<sup>16</sup> a synthétisé ces inconvénients : 1) augmentation du coût des importations, et donc de l'inflation importée ; 2) perte de crédibilité de la politique monétaire qui conduira à une progression des anticipations d'inflation toutes choses égales par ailleurs ; 3) Attentes de nouvelles dévaluations de la monnaie qui augmenteront le risque de change et les primes de risque souverain. Ces facteurs entraîneront une augmentation du coût du service de la dette. Par ailleurs, les coûts de conversion de sa monnaie avec l'euro seront réintroduits pour ses échanges avec ses partenaires de la zone euro contribuant négativement au commerce et à l'investissement. Surtout, si l'encours de dette du pays sortant reste en euros, en cas de retour à sa monnaie nationale, la dette existante deviendrait une dette en monnaie étrangère. La dévaluation future probable de son taux de change entraînerait donc un renchérissement de l'encours de sa dette et des intérêts futurs à payer et ainsi une sortie de la zone euro conduirait vraisemblablement au défaut. En revanche, un pays quittant la zone euro et faisant défaut bénéficierait de gains de compétitivité et éviterait de devoir rembourser une dette élevée, et de devoir regagner une compétitivité perdue par une longue période d'austérité.

### 1.3.3. La mise en place de l'AED permettrait d'accroître la stabilité de la zone euro

La mise en place d'une AED, de manière appropriée afin d'éliminer les critiques présentées ci-dessus (partie 1.3.2.), permettrait d'améliorer la soutenabilité de la dette des pays participants et éviterait les coûts d'un éclatement de la zone euro. Alors, le gain de cette AED pour les États membres sera la stabilité accrue de la zone. L'AED proposerait des coûts de financement basés sur les fondamentaux donc plus onéreux pour les pays aux finances publiques dégradées mais moins volatiles que ceux proposés sur les marchés car non sensibles à la spéculation. Le

---

15. Source : *Le Commerce extérieur de la France en 2009, le bilan annuel*, Direction générale des douanes et droits indirects, <http://lekiosque.finances.gouv.fr/Appchiffre/etudes/thematiques/A2009.pdf>

16. George Provopoulos, Greece will revive itself from inside the Eurozone, *Financial Times*, 22 janvier 2010.

tableau 3 ci-dessous résume les caractéristiques de l'AED qui permettent d'éviter les inconvénients mis en avant par ses détracteurs. Ils seront détaillés dans la section 2 sur les modalités de fonctionnement de l'AED.

**Tableau 3 : Caractéristiques de l'AED permettant d'éviter les critiques**

Critiques	Réponses de l'AED
<b>Gains limités pour les pays vertueux</b>	
- Augmentation du coût de financement pour les pays vertueux	- Grâce au fonds de garantie il y a un rehaussement de crédit et un gain de liquidité
- Risque accentué de renflouement	- il n'y a pas de renflouement, le Fonds de garantie est la seule « assurance » des investisseurs
- Aléa moral	- Mécanisme de sanctions : primes basés sur les fondamentaux et exclusion de l'AED en cas de comportements non coopératifs
- Nécessité préalable d'une plus grande coopération budgétaire	- Coordination des besoins de financement des États faisant partie des modalités de fonctionnement de l'AED
<b>Disparition d'indicateurs de marché</b>	
- Disparition progressive du CDS	- Possibilité toujours offerte d'émissions nationales : conservation d'un CDS national
- Disparition de l'indicateur d'anticipations d'inflation	- Si émissions indexées de l'AED, les titres de l'AED fourniraient également un indicateur d'anticipations d'inflation
- Rupture structurelle des indicateurs de finances publiques de la zone euro	- Indicateurs structurels nationaux de dette publique et de déficit public toujours disponibles
- Prime d'incompréhension	- Transparence de l'AED sur son fonctionnement
<b>Disparition des agences nationales de la dette</b>	
- Fin de la possibilité du « roll over » des titres nationaux	- L'AED et les agences nationales de la dette peuvent être intégrées dans un système fédéral de type SEBC.
- Révision de la gestion de la trésorerie	- Coordination entre agences nationales et AED
- Perte de contact avec les marchés	- Mise en œuvre décentralisée des émissions

#### 1.4. Les autres solutions envisagées pour répondre aux tensions sur les marchés obligataires souverains dans le cadre de la crise financière 2007-2010

Des solutions semblables à la création d'une AED ont été présentées récemment par des responsables politiques et des économistes. Gros et Micossi (2009) proposent un Fonds européen de stabilité financière avec des ressources de 500-700 milliards d'euros qui émettrait des obligations avec la garantie explicite des États membres, utilisé principalement pour la recapitalisation des banques européennes et pour les instruments d'assistance financière de l'UE pour les NEM.

Le Rapport sur « Les gouvernements face à la crise » du député français Jérôme Chartier<sup>17</sup> émet la proposition d'une Caisse européenne d'amortissement de la dette de crise : cette caisse emprunterait sur les marchés et re-prêterait aux États à 50 ans.

Le Parlement européen (PE) souhaite étudier la possibilité d'un Grand emprunt européen, garanti solidairement par les États membres. Le PE a adopté le 11 mars 2009 en session plénière un amendement au plan de relance de l'Union qui invite « les États membres, notamment ceux faisant partie de la zone euro, à étudier la possibilité d'un grand emprunt européen, garanti solidairement par les États membres ». Selon Bernard Lehideux, auteur de l'amendement : cet « emprunt public au niveau européen enverrait le signal d'une réponse européenne commune et forte à la crise. Elle serait un garant contre les risques d'éclatement de la zone euro, et aiderait considérablement des pays comme la Grèce et l'Irlande à bénéficier des meilleurs taux d'intérêt alors qu'ils sont aujourd'hui contraints d'emprunter à des taux très élevés en raison de la défiance des investisseurs ».

## 2. Mandat, organisation et mise en œuvre de l'agence

### 2.1. Notre proposition d'Agence se fixe comme mandat principal d'améliorer le pilier budgétaire de l'UEM

La difficulté de présenter les modalités concrètes d'une agence de la dette provient du caractère potentiellement multiple de son mandat. En effet, trois mandats peuvent être affectés à l'AED : 1) l'AED peut se fixer comme but d'assurer la couverture des besoins de financement des États membres tout en minimisant la charge d'intérêt. Il s'agit du mandat d'une agence de la dette nationale comme l'Agence France Trésor. 2) Il est également possible de donner un mandat de stabilité financière à l'agence. C'est le mandat sous-jacent de l'EFSF et pour la période post mi-2013 du MES. En effet, ces mécanismes d'assistance financière sont activés en cas de difficultés de financement d'un État et ceci afin d'assurer la stabilité financière de l'ensemble de la zone euro. 3) Une troisième possibilité de mandat consiste au renforcement de la coopération budgétaire entre les États membres de la zone euro, notamment le renforcement de la surveillance des finances publiques. Cet objectif est aussi présent dans les programmes d'assistance à la Grèce et à l'Irlande, mais passent, selon nous, au second plan par rapport à l'objectif de rassurer les investisseurs et de juguler la crise à court terme.

Comme nous l'avons exposé plus haut, notre vision est que la source des crises de dette de la zone est une déficience structurelle de la zone euro (la sous-pondération du E par rapport au M dans l'UEM). La création d'une agence de la dette assurant, même en dehors d'une crise, le financement des États, mais avec une conditionnalité, permettrait de résorber cette déficience. Par ailleurs, elle

---

17. « Les gouvernements face à la crise », 2009, <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/094000268/index.shtml?xtor=EPR-526>

permettrait de réduire les risques de crises en améliorant la surveillance budgétaire tout en continuant à assurer les besoins de financement des États si de nouveaux tumultes survenaient sur les marchés.

## 2.2. Un modèle simple d'AED fondée sur un groupement volontaire des émissions : non-approprié dans le cas de la zone euro

D'un point de vue institutionnel, la création de l'agence peut s'inscrire dans le cadre des coopérations renforcées prévues par le Traité. Ces coopérations pourraient se faire, dans un premier temps, entre des pays avec risque de crédit similaire, (voir modèle formel ci-dessous). Il peut s'agir simplement d'un « guichet » de placement de la dette des différents États (une agence-trésor multinationale). En fonction de l'évolution des fondamentaux dans les différents pays, les coopérations peuvent élargies ou suspendues (l'initiative volontaire offre le maximum de flexibilité). Par exemple, si un pays à faibles fondamentaux voulait rejoindre une agence de pays à bons fondamentaux, une condition à son entrée serait l'assainissement de sa situation budgétaire basée sur les critères de convergence de Maastricht par exemple. Inversement, un pays de l'agence dont les fondamentaux se dégradent peut être exclu de l'agence. On peut ainsi imaginer une dynamique où l'agence est d'abord créée par des pays à bons fondamentaux. La création de l'agence, qui associe effet de liquidité et faible risque, attire les investisseurs et contribue à stigmatiser les pays à faibles fondamentaux, les incitant à rejoindre l'agence. L'agence est élargie progressivement aux pays à faibles fondamentaux qui assainissent leur situation budgétaire (ce serait donc un mécanisme de convergence supplémentaire au PSC qui a montré ses failles pour préserver la discipline budgétaire dans les années avant la crise ; le renforcement du PSC dans ce sens est possible politiquement dans le cadre des coopérations renforcées dont c'est l'essence même d'impulser de nouvelles axes d'intégration).

### Encadré 1 : Analyse formelle

Soit un ensemble de  $n$  pays,  $N = \{1, 2, \dots, n\}$ , dont la taille du marché obligataire (dette publique) est notée  $l_i$ . Le rendement des obligations publiques du pays  $i$  est défini comme ceci :

$$r_i = \gamma_i - \delta(l_i)$$

où  $\gamma_i$  est un terme mesurant le risque de crédit, fonction des fondamentaux (ratios de déficit public et de dette publique) et  $\delta(l_i)$  est une décote de liquidité, fonction de la taille du marché obligataire (avec  $\delta' > 0$  et  $\delta'' < 0$  ; fonction croissante et concave avec une asymptote<sup>1</sup>).

Soit deux types de pays en termes de risque de crédit, caractérisés par  $\underline{\gamma}$  et  $\bar{\gamma}$ , avec  $\underline{\gamma} < \bar{\gamma}$  (le premier type présente donc de meilleurs fondamentaux).

*Agence de la dette* – Soit  $S \subseteq N$  un groupement de pays (une coalition). Ces pays décident d'émettre leur dette conjointement. Il s'agit d'un pooling des dettes nationales mais chaque pays reste le seul responsable du remboursement de sa propre dette (*no bail-out*). On dit que est  $S$  est une *agence*. Le rendement de la dette de l'agence est défini comme ceci :

$$r_s = \frac{1}{s} \sum_{i \in S} \gamma_i - \delta \left( \sum_{i \in S} l_i \right)$$

où le premier terme représente la dilution du risque de crédit et le second terme représente l'effet de liquidité.

Les pays de type identique vont créer une agence entre eux. Prenons par exemple les pays de type  $\underline{\gamma}$  et notons  $S$  l'ensemble de ces pays. Alors on a :

$$r_S = \underline{\gamma} - \delta \left( \sum_{i \in S} l_i \right) < \underline{\gamma} - \delta (l_i)$$

En effet, le rendement des obligations de l'agence est inférieur au rendement individuel pour tout pays membre de l'agence, dû uniquement à un effet de liquidité. L'effet de dilution du risque ne joue pas car les pays ont le même profil de risque

$$\left( \frac{1}{s} \sum_{i \in S} y_i = \underline{\gamma} \right).$$

Ce résultat est valable aussi pour les pays de type  $\bar{\gamma}$ .

Les pays de type  $\bar{\gamma}$  voudraient rejoindre l'agence des pays de type  $\underline{\gamma}$  car ils y trouvent un double avantage : un effet de liquidité et un effet favorable de dilution du risque.

En revanche, les pays de type  $\underline{\gamma}$  trouvent à la fois un avantage et un désavantage d'accepter un pays de type  $\bar{\gamma}$  : un effet de liquidité qui leur est avantageux mais un effet de dilution du risque qui leur est défavorable. *A priori*, l'effet combiné pour ces derniers est ambigu et dépend de l'importance relative de l'effet de liquidité.

1. La prime de liquidité tend vers zéro avec le montant de la liquidité.

Un modèle simple d'AED sans mécanisme de garantie ne conviendrait pas à la zone euro où les pays connaissent des situations hétérogènes en termes de primes de risque de crédit. L'analyse formelle ci-dessus montre que dans le cas d'une AED où participent à la fois un grand pays vertueux et un petit pays moins vertueux, le grand pays vertueux verrait certainement son coût de financement augmenter. En effet, la prime de risque de l'émission commune se situerait dans l'intervalle allant des primes de risques les plus élevées aux primes de risque les plus faibles des obligations souveraines des pays participants à l'AED. Le gain en termes de liquidité pour le grand pays serait relativement faible car il a, dans la plupart des cas, déjà un encours et un montant d'émission important. L'effet pour un grand pays vertueux de réaliser une émission avec un petit pays non vertueux correspondrait à un effet de liquidité faible (voir cas 1 dans le tableau 4). Alors l'effet net serait vraisemblablement négatif et le pays refuserait de former une coalition avec un pays plus risqué. Ce serait le cas de l'Allemagne qui dispose déjà d'un marché très liquide et d'une prime de risque faible. Ceci rationalise donc les réactions allemandes, très négatives, à l'idée d'une agence de la dette. Dans le cas 2, l'effet de liquidité domine l'effet risque : il serait alors bénéfique pour deux pays de risques proches de former une coalition. Ce serait le cas, par exemple, pour le couple franco-allemand (deux marchés de grande taille ;

faible écart de prime CDS) ce qui rationalise l'idée d'un emprunt franco-allemand annoncé en 2009 dans la presse<sup>18</sup> mais jamais réalisé.

**Tableau 4 : Incitations pour les pays vertueux de réaliser une émission commune avec un pays non vertueux**

Cas 1 : Effet pour un grand pays vertueux de réaliser une émission avec un petit pays non vertueux	Cas 2 : Effet pour un petit pays vertueux de réaliser une émission avec un grand pays non vertueux
gain liquidité $\approx 0$ ; bénéfice risque $< 0$ ; gain net $< 0$	gain liquidité $> 0$ ; bénéfice risque $< 0$ ; gain net $> 0$

### 2.3. Modèle d'une AED avec Fonds de garantie

Nous proposons un autre modèle d'émission commune fondée sur l'existence d'une AED disposant d'un Fonds de garantie<sup>19</sup>. L'AED serait dans ce cas un émetteur officiel, semblable à l'EFSF, qui englobe l'ensemble des États membres de la zone euro<sup>20</sup>. Dans ce cas, l'hétérogénéité en termes de risques de crédit implique la mise en place d'un Fonds de garantie alimenté par les pays les plus risqués. L'agence devrait ainsi se doter d'un organe décisionnel – Conseil – qui détermine le prix des garanties à payer par les pays moins vertueux en termes de finances publiques. L'AED émettrait des euro-obligations et re-prêterait aux pays participants. La gouvernance de l'AED devra assurer des relations entre l'AED et les pays participants, permettant de relever le prix, de réduire les montants, voire de supprimer l'accès au financement, des pays qui ne suivent pas ses recommandations.

Le Conseil doit être indépendant des contraintes politiques afin de pouvoir adapter les primes de risque demandées aux États à la qualité de leur situation en termes de finances publiques. L'AED prendrait alors la forme d'une véritable nouvelle institution européenne indépendante et ayant une influence directe sur les politiques budgétaires des États membres par l'intermédiaire du prix des garanties et/ou des restrictions quantitatives sur les montants de financement. Le Conseil de l'agence serait alors un lieu privilégié de coordination des politiques budgétaires des États membres en amont de l'exercice budgétaire, en plus de la Commission et du Conseil. Il s'agirait là d'un grand pas en avant dans l'intégration européenne, instituant les prémisses d'une union budgétaire.

18. L'Allemagne et la France s'apprêteraient à lancer un emprunt commun, Euractiv, 9 octobre 2009, <http://www.euractiv.fr/la-france-et-lue/article/Allemagne-france-appreteraient-lancer-emprunt-commun-002082>

19. Idée également évoquée dans le rapport de SIFMA, « A Common European Government Bond », *Discussion Paper*, septembre 2008, [http://www.sifma.org/research/pdf/EPDA-SIFMA-Common-Bond-Report\\_0810.pdf](http://www.sifma.org/research/pdf/EPDA-SIFMA-Common-Bond-Report_0810.pdf)

20. Nous nous cantonnons ici aux pays de la zone euro. Il aurait été en effet aussi possible d'envisager une AED ouverte à tous les pays de l'UE pour leurs émissions en euros, mais la coordination budgétaire nécessaire pour l'AED avec fonds de garantie requiert un niveau d'intégration élevé, insuffisant pour les pays de l'UE hors zone euro.

### Encadré 2 : Analyse formelle

La mise en place un *Fonds de garantie* a un impact positif sur la perception du risque de crédit par les investisseurs (rehaussement de crédit). Formellement, admettons que le risque de crédit d'un pays,  $\gamma_i$ , est réduit d'autant par la prime,  $f_i$ , versée dans un Fonds de garantie (celui-ci représentant une réserve de liquidité pour l'AED). Pour obtenir un risque de crédit équivalent au pays de type  $\underline{\gamma}$ , les pays à faibles fondamentaux doivent payer donc une prime  $f_i = \bar{\gamma} - \underline{\gamma}$ .

Si l'on fait abstraction de l'effet liquidité, cette dernière expression est égale au *spread* de taux entre les pays de type  $\bar{\gamma}$  et les pays de type  $\underline{\gamma}$ , qui doit être aussi théoriquement égal à la différence de prime de CDS exigée sur la dette des pays de type  $\bar{\gamma}$ .

Si les pays à faibles fondamentaux versent une prime  $f_i = \bar{\gamma} - \underline{\gamma}$ , leur risque de crédit implicite serait équivalent au celui des pays à bons fondamentaux, de sorte que leur entrée dans l'agence n'implique pas de dilution du risque.

Dans ce cas, l'ensemble des pays de  $N$  peuvent former une agence, chaque pays  $y$  gagnant la décote de liquidité ; en effet le coût de la dette pour un pays de type  $\gamma$  est :

$$r_N = \underline{\gamma} - \delta \left( \sum_{i \in N} l_i \right) + f_i = \bar{\gamma} - \delta \left( \sum_{i \in N} l_i \right) < \bar{\gamma} - \delta (l_i)$$

Le Fonds de garantie est alimenté par des primes calculées en fonction du risque de crédit et sert de réserve de liquidité en cas de défaut d'un des membres de l'AED. La garantie ne devrait pas être complète (remboursement partiel des créanciers) pour éviter un problème de prise de risque excessive par les investisseurs.

La prime de risque payée est calculée par le Conseil en fonction d'une méthode transparente ainsi que des données et prévisions fournies par la Commission européenne et les États membres dans le cadre du PSC. En effet, il s'agirait d'un approfondissement de la coordination budgétaire réalisée dans le cadre du PSC avec une sanction financière immédiate lors d'un dérapage budgétaire. D'autres modes de calculs de la pénalité sont possibles, fondés notamment sur la notation des agences des dettes souveraines ou les primes de CDS souverain (tableau 5). Nous pensons toutefois qu'il serait préférable de les écarter car ceci entraînerait une dépendance excessive au sentiment de marché ayant montré une tendance à surréagir et à exacerber la volatilité des variables macroéconomiques. Il faut noter que le marché n'a pas joué un rôle disciplinant en amont de la crise grecque alors que le ratio de déficit et le niveau d'endettement de la Grèce étaient déjà très dégradés durant les années 2000.

La pénalité payée par les États devra être équivalente au paiement d'un *spread* représentatif du risque de crédit, sauf que celui ne sera pas déterminé par le marché mais par le Conseil de l'AED, et qu'il prendra la forme d'une décote initiale. La pénalité serait une décote initiale c'est-à-dire que les pays moins vertueux reçoivent une somme inférieure au nominal. La différence est conservée par l'agence comme une garantie en cas de défaut. L'analyse ci-dessous montre comment est calculée la décote en fonction du *spread*.

### Encadré 3 : Calcul de la décote en fonction du *spread* représentant la prime de risque de crédit du pays

#### 1. Pénalité sous forme de *spread*

Coût pour le pays emprunteur en cas du paiement d'un taux ( $r$  taux de l'euro-obligation +  $s$  *spreads* du pays), sur un emprunt de  $N$ , avec un taux sans risque de  $r$  (approximé ici au taux de l'euro-obligation), pendant  $n$  années :

$$\frac{(r+s)N}{1+r} + \dots + \frac{(r+s)N}{(1+r)^n} + \frac{N}{(1+r)^n}$$

$$\text{Soit } (r+s)N \cdot \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} + \frac{N}{(1+r)^n}$$

#### 2. Pénalité sous forme de décote

Coût pour le pays emprunteur en cas du paiement d'un taux  $r$ , sur un emprunt de  $N$ , avec un taux sans risque de  $r$  (taux allemand), pendant  $n$  années et une décote  $D$  :

$$-D + \frac{(r)N}{1+r} + \dots + \frac{(r)N}{(1+r)^n} + \frac{N}{(1+r)^n}$$

$$\text{Soit } -D + r.N \cdot \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} + \frac{N}{(1+r)^n}$$

On peut donc déterminer  $D/N$  en fonction de  $s$

$$\frac{D}{N} = s \cdot \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} \approx s \cdot \frac{n.r}{r} = s.n$$

Soit par exemple pour un *spread* de 50 pb et une maturité de 10 ans une décote de 5 %.

Le Conseil de l'AED évalue la prime en prenant en compte le respect par les pays du PSC qui reste sous la responsabilité du Conseil ECOFIN (nécessité de coopération entre le Conseil de l'AED et le Conseil ECOFIN). Il peut réduire les montants émis, voire supprimer l'accès au financement des pays qui ne suivent pas ses recommandations. Un pays déviant peut toujours émettre sa propre dette mais aucun pays n'aurait intérêt à le faire car il perdrait le gain de liquidité et serait stigmatisé vis-à-vis des investisseurs. Pour éviter un comportement non-coopératif de passager clandestin et limiter l'aléa moral, une clause d'exclusion devrait être introduite : un membre qui adopte un comportement non-coopératif (dérapage significatif et répété par rapport aux engagements en termes de déficit public, de dette, etc.) devrait être exclu de l'agence. Dès lors, un membre rationnel et prévoyant devrait se comporter de manière coopérative.

**Tableau 5 : Mode d'évaluation de la prime liée au risque de crédit**

Mode d'évaluation de la pénalité liée au risque de crédit	Mécanisme	Avantages	Risques
CDS souverain	La pénalité serait égale à la différence entre le CDS du pays et celui du pays de l'agence ayant le plus faible CDS	Facilité de mise en œuvre. Discipline de marché	Volatilité du CDS. Forte dépendance au marché
Notation des agences	Utilisation de la relation historique entre note d'agence et niveau de <i>spread</i> afin de déterminer un niveau de pénalité par note	Utilisation de l'expertise des agences en termes d'analyse de solvabilité. Information couramment utilisée par les investisseurs	Différentiation insuffisante pour une même note. Lisibilité moindre (pas de relation triviale entre note et <i>spread</i> ). Dépendance aux agences (notamment en cas de dégradation)
Conseil de l'AED	<b>Détermination de la prime de risque par de Conseil de l'AED composé d'experts indépendants sur la base des fondamentaux des finances publiques du pays.</b> <b>Pénalité en cas de non respect du PSC.</b> <b>Alternative aux Agences de notation.</b> <b>Possibilité de distinguer des niveaux de solvabilité entre souverains AAA</b>	<b>Cohérence avec les programmes de stabilité et de croissance ainsi que les GOPE, la stratégie UE 2020.</b> <b>Moindre volatilité</b>	<b>Risque de pression politique</b>

### 3. La liquidité du marché européen des titres publics

Les facteurs expliquant la demande d'actifs liquides par les agents économiques sont bien documentés par la littérature et connus par les participants des marchés. Par exemple, Tirole (2008) souligne : « les titres sans risque sont détenus non pas tant pour leur rendement que parce qu'ils procurent du numéraire quand les entreprises en ont besoin : ils sont liquides au sens macroéconomique. Plus généralement, le prix des actifs reflète la quantité de liquidité qu'ils peuvent apporter en cas de besoin. » Également, Alan Greenspan, ex-président de la Réserve fédérale américaine, décrit les motifs de détention des titres les plus liquides (« *on-the-run* ») des bons du Trésor américain comme essentiellement la possibilité de revendre ces actifs aussitôt que possible<sup>21</sup>.

21. « But what is crucial about this distinction is that the individuals who were moving from, let's assume, the illiquid U.S. Treasuries to the liquid on-the-run liquid issues, are basically saying, "I want out. I don't want to know anything about whether a particular investment is risky or not. I just want to disengage." And the reason you go into these liquid instruments is that that is the vehicle which enables one to disengage as quickly as possible. » Discours prononcé devant la National Association for Business Economics, 7 octobre 1998.

Un actif liquide est essentiellement une réserve de valeur qui peut être encaissée rapidement en cas de besoin, sans perte de valeur. Pour assurer cette fonction, l'actif doit être très sûr (garanti) et le volume des transactions sur le marché où il est échangé doit être grand, afin de garantir que le titre sera facilement repris. Les titres publics réunissent généralement ces deux conditions. En effet, la capacité des États à prélever des impôts garantit implicitement les remboursements de la dette. Aussi, la taille du marché obligataire public est relativement large (comparée aux obligations d'entreprises) ce qui permet de se désengager rapidement. Typiquement, les titres les plus liquides sont ceux des grands pays industrialisés : États-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni, Japon. Parmi ces pays, les titres publics américains jouent depuis plusieurs décennies un rôle de « *safe haven* » au niveau mondial. D'après plusieurs économistes<sup>22</sup>, la pénurie d'actifs liquides au niveau mondial a contribué à la concentration excessive de l'épargne mondiale aux États-Unis, participant ainsi à la création d'une bulle financière qui a précédé la crise actuelle (et dont les symptômes étaient visibles dans les déséquilibres de balance des paiements au niveau mondial).

La littérature économique montre que la prime de liquidité constitue une partie significative du rendement des obligations d'État. La plupart des études concernent le marché des bons du Trésor américain. Ainsi, Longstaff (2002) mesure la prime de liquidité sur le marché des titres publics américains en comparant les rendements de ces titres avec les titres émis par Refcorp, une entité créée après la « *savings and loans crisis* » de 1980 pour liquider des institutions insolvables. Les titres de Refcorp sont implicitement garantis par le Trésor mais sont moins liquides (leur marché est plus étroit). Son résultat principal est que les bons du Trésor portent une prime de liquidité qui peut représenter jusqu'à 10 ou 15 % de leur valeur. Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen (2008) détectent la présence d'un « *convenience yield* » pour le rendement des bons du Trésor américain relativement aux titres d'entreprises (*corporate bonds*), de l'ordre de 100 points de base, expliqués pour moitié par la liquidité des bons du Trésor et pour l'autre moitié par leur sûreté. D'après eux, il y a trois motifs qui déterminent la demande des investisseurs pour les bons du Trésor. La première motivation est liée à la liquidité des titres publics, beaucoup plus importante que pour les titres privés, cette motivation étant de même nature que celle qui est à l'origine de la demande de monnaie. La deuxième motivation provient des besoins réglementaires de détentions de bons du Trésor par les Réserves fédérales régionales ou par les gouvernements locaux, ainsi que de la part des banques centrales étrangères. La troisième motivation est liée au fait que les bons du Trésor sont considérés comme un actif très peu risqué et sont particulièrement attractifs pour les investisseurs n'ayant pas la capacité d'évaluer les risques sous-jacents des titres privés.

La liquidité et la soutenabilité des finances publiques sont deux des facteurs essentiels de l'évolution des taux des obligations d'État. Concernant les titres

---

22. Voir notamment Obstfeld et Rogoff (2009).

publics des pays européens, Sgherri et Zoli (2009) analysent les *spreads* souverains (vis-à-vis du *bund* allemand) des pays de la zone euro avant et après la crise actuelle. Ils constatent que les *spreads* ont été déterminés par des facteurs communs avant la chute de Lehman Brothers (faible différenciation en fonction des fondamentaux idiosyncratiques des pays), mais depuis la crise l'effet des fondamentaux a considérablement augmenté (surtout en ce qui concerne l'évaluation de la soutenabilité des finances publiques) donnant lieu à une forte différenciation entre les pays. Toutefois, ils constatent qu'avant ou après la crise, la liquidité des marchés (mesurée par l'encours de la dette négociable) a joué un rôle significatif, quoique marginal, dans la détermination des *spreads*. Ejsing et Sihvonen (2009) constatent quant à eux que les obligations allemandes qui sont sous-jacentes à des contrats à terme bénéficient d'une plus grande liquidité. En effet, le marché à terme des titres allemands est caractérisé par des volumes échangés beaucoup plus importants que le marché au comptant.

Les actifs très liquides sont particulièrement recherchés en période de crise financière. Du côté de la littérature théorique, une série d'articles dont Jean Tirole est co-auteur traitent du lien entre liquidité et prix des actifs. Notamment, dans Holmstrom et Tirole (2001) est analysé un modèle (*Liquidity-Based Asset Pricing Model*) où les agents économiques – entreprises dans le modèle – cherchent à détenir des actifs liquides pour se prémunir d'un choc négatif de liquidité, les marchés financiers étant incomplets (contraintes de crédit). Les actifs liquides jouent un rôle d'assurance contre ces chocs et portent donc une prime par rapport aux actifs moins liquides. Un résultat intéressant du modèle est que la volatilité du prix des actifs augmente durant les périodes d'assèchement de la liquidité, comme observé lors de la crise actuelle, un fait qui ne pourrait pas être expliqué par le modèle CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) traditionnel.

Le niveau de la demande d'actifs liquides est déterminant pour la fixation du prix des titres publics. La crise suggère qu'il existe une pénurie d'offre d'actifs liquides au niveau mondial. Dans ce contexte, l'unification du marché des titres publics des pays de la zone euro serait certainement associée à la création d'un effet de liquidité non-négligeable, grâce notamment à la sûreté des titres émis (Fonds de garantie) et au volume très important des émissions (groupement des émissions nationales). L'argument de liquidité peut jouer un rôle crucial pour la faisabilité de l'AED, car il renforce les incitations à y participer ainsi que sa stabilité.

## ■ Conclusion

L'unification du marché de la dette publique des pays de la zone euro permettrait de pallier à une insuffisance structurelle de l'Union monétaire : marché monétaire unifié – marché de la dette fragmenté. Avec une organisation adéquate – notamment la possibilité d'exclure des pays peu rigoureux et/ou de pénaliser les pays à faibles fondamentaux – une agence européenne de la dette pourrait impliquer un effet disciplinant auto-incitatif (décentralisation de la mise en œuvre du PSC). L'émergence de l'agence pourrait résulter d'un processus décentralisé et volontariste (coopérations renforcées) à géométrie variable, afin d'exploiter des gains de liquidité entre pays à fondamentaux similaires, mais peut aussi être le résultat d'une volonté politique « au sommet » désirant impulser une unification budgétaire au sein de la zone euro après la crise de la dette grecque.

La création d'un large marché obligataire européen de la dette publique peut donner une alternative crédible au marché américain et renforcer le rôle de l'euro en tant que monnaie internationale. Enfin, en cas de crise grave, si les tensions sur les finances publiques s'exacerbaient pour certains États membres de la zone euro, l'agence de la dette pourrait permettre à ces pays de continuer à se financer à des taux raisonnables, même en cas de défiance des marchés, contribuant ainsi à préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble.

Toutefois, le principale obstacle à la création d'une telle agence reste la réticence des pays à bons fondamentaux qui percevrait cela comme un renflouement des pays peu rigoureux et craindraient de voir leurs coûts de financement augmenter, au premier rang desquels l'Allemagne. Toutefois, si l'agence permet effectivement d'accroître la rigueur budgétaire de l'ensemble de la zone euro, tout comme la création de l'union monétaire a été le vecteur d'exportation de la rigueur monétaire allemande au reste de l'Europe, l'Allemagne pourrait trouver son compte. Reste à savoir si elle est prête à faire à nouveau le compromis indispensable à la poursuite de la construction européenne et si les autres pays accepteraient de soumettre leurs conditions de financement à un Conseil d'experts.

## Références bibliographiques

- Council of the European Union, press release, 2010, *Extraordinary Council meeting Economic and Financial Affairs*, 9/10 mai. [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/114324.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/114324.pdf)
- De Silguy, 2010, « L'euro : un acteur de la reconstruction du système monétaire international », *Revue d'Économie Financière*, n° 96, janvier.
- Ejsing et Sihvonen, 2009, « Liquidity premia in German government bonds », *ECB Working Paper Series*, n° 1081.

- Euro area's Heads of State and Government, 2010, *Statement [on the implementation of the support package for Greece]*, 7 mai. [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/114295.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/114295.pdf)
- European Financial Stability Facility (EFSF), 2010, *Framework Agreement between euro area member states and the EFSF*, 7 juin. [http://www.efsf.europa.eu/attachment/efsf\\_framework\\_agreement\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachment/efsf_framework_agreement_en.pdf)
- Eurogroup and ECOFIN Ministers, 2010, *Statement [on financial assistance in response to the Irish authorities' request on 22 november 2010]*, 28 novembre. [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/118051.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118051.pdf)
- Eurogroup, *Statement [on a permanent crisis mechanism to safeguard the financial stability of the euro area as a whole. (...) the European Stability Mechanism (ESM)]*, 28 novembre 2010 [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf)
- Gros et Micossi, 2009, « A bond-issuing EU stability fund could rescue Europe, Europe's World », *Europe's World*, Spring.
- Holmstrom et Tirole, 2001, « LAPM : A Liquidity-Based Asset Pricing Model », *Journal of Finance*, Vol. 56(5), octobre.
- Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2008, « The Aggregate Demand for Treasury Debt », *Mimeo*, Northwestern University.
- Issing, 2009, « Why a common eurozone bond isn't such a good idea, *Balkan Monitor*, juillet.
- Longstaff, 2002, « The Flight-to-Liquidity Premium », U.S. Treasury Bond Prices, *NBER Working Paper* 9312.
- Marzintono, Pisani-Ferry et SAPIR, 2010, « Two crises, two Responses », *Bruegel policy brief* Issue 2010/01, mars.
- Noyer, 2010, « L'euro 2009-2019 : de l'adolescence à l'âge adulte », *Revue d'Économie Financière*, n° 96, janvier.
- Obstfeld et Rogoff, 2009, « Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes », *Mimeo*, University of California, Berkley (<http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>)
- Sgherri et Zoli, 2009, « Euro Area Sovereign Risk During the Crisis », *IMF Working Paper* 09/222.
- SIFMA, 2008, « A Common European Government Bond », *Discussion Paper*, [http://www.sifma.org/research/pdf/EPDA-SIFMA-Common-Bond-Report\\_0810.pdf](http://www.sifma.org/research/pdf/EPDA-SIFMA-Common-Bond-Report_0810.pdf)
- Tirole, 2008, « Déficits de liquidité : fondements théoriques », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, numéro spécial *Liquidité*, n° 11, février.