

La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle

JEAN TIROLE*
Président du Conseil d'administration
École d'Économie de Toulouse

Le débat sur la crise de l'euro s'est concentré de manière compréhensible sur le court terme. Il était essentiel d'éviter un désastre imminent et les questions de viabilité à long terme ont souvent été négligées ; toutefois, l'échec institutionnel de la zone euro nous oblige à reconsidérer les dispositifs actuels, afin d'en restaurer la crédibilité et la pérennité. L'article analyse différentes voies de réforme de la gouvernance globale, de la gestion budgétaire à la régulation bancaire, en passant par les récentes propositions visant à mutualiser et restructurer une partie des dettes souveraines sous forme de dette supranationale et à introduire la notion de responsabilité conjointe et solidaire.

* Directeur scientifique de l'Institut d'économie Industrielle (IDEI) et Coordinateur de projet à l'Institute for Advanced Study in Toulouse (IAST)
NB : Cet article développe quelques idées initialement présentées lors de la conférence Banque de France-Toulouse School of Economics qui s'est tenue le 19 décembre 2011 au siège de la Banque de France. L'auteur tient à remercier la Banque de France pour le soutien financier apporté aux travaux de recherche de l'IDEI, ainsi que l'European Research Council (bourse no. FP7/2007-2013 - 249429). L'auteur remercie également Olivier Blanchard, Patrick Bolton, Laurent Clerc, Thomas Philippon et Dimitri Vayanos pour la pertinence de leurs commentaires à la lecture d'une version antérieure de cet article.

Pour réfléchir à l'avenir de la zone euro et des zones monétaires en général, il est utile de revenir sur l'analyse de deux causes bien connues, mais essentielles de la crise de la zone euro.

Une crise de la dette et de la compétitivité

Faute d'une stratégie économique globale intégrée, les pays de la zone euro ne se sont pas développés au même rythme. Les pays du sud de l'Europe, qui n'ont pas réussi à mener à bien les réformes nécessaires (marché du travail, retraites, amélioration de la compétitivité, organisation de la collecte des impôts...) – ou qui n'ont pas essayé – et ont laissé les salaires augmenter bien plus rapidement que la productivité, ont vu leur compétitivité baisser fortement au cours de la dernière décennie. Si la balance commerciale de la zone euro est globalement équilibrée, la compétitivité des « GIIPS » (Grèce, Irlande, Italie, Portugal et Espagne) a diminué de 20 à 30 % par rapport à l'Allemagne depuis 10 ans¹. L'essentiel des échanges commerciaux s'effectuant au sein de la zone euro, les pays du Sud de l'Europe ont accumulé d'importants déficits commerciaux, qui ont eu pour effet de soulever la question de la soutenabilité de leur dette.

Les options sont peu nombreuses. La *dévaluation nominale* (forte inflation et dévaluation), moyen habituellement utilisé par un pays surendetté pour restaurer sa compétitivité et éviter un « défaut » (ou du moins un défaut formel, l'inflation étant une forme d'expropriation) ne saurait être envisagée dans une union monétaire². Une *désinflation compétitive*, consistant en une forte réduction des prix et des salaires, exigerait une importante coordination au sein de chaque pays et aurait peu de chances d'être mise en œuvre dans les pays du Sud de l'Europe. Enfin, une *dévaluation fiscale* (par exemple sous la forme d'une hausse de la TVA et d'une baisse des cotisations sociales) exigerait d'augmenter de manière significative les impôts dans des pays déjà souvent exposés à l'évasion fiscale³.

Parallèlement, il serait difficile à un pays de sortir de la zone euro : à court terme, une telle décision déclencherait immédiatement une panique bancaire⁴ ; de plus, l'État concerné pourrait éprouver certaines difficultés à payer les retraites et les salaires des fonctionnaires, même en cas de défaut. À plus long terme, le pays perdrait l'avantage induit par une association à des pays considérés comme plus fiables.

Des institutions européennes faibles

La procédure de déficit excessif prévue par le Traité charge la Commission européenne (avec l'accord des commissaires européens) de contrôler le respect des plafonds de 3 % pour le déficit budgétaire et de 60 % pour la dette publique par les États. Mais c'est en réalité le Conseil Ecofin qui décide en dernier ressort si un déficit est ou non excessif⁵. Le Conseil n'exerce toutefois pas une pression suffisante : contrairement au FMI, par exemple, le conseil Ecofin est une institution très politique qui est donc à la fois juge et partie. De ce fait, aucune sanction n'a jamais été appliquée⁶.

Le penchant politique au « laissez-faire » est tout à fait compréhensible. En premier lieu, un pays membre aurait peu à gagner à vouloir absolument imposer une stricte discipline à un autre pays membre qui ne respecte pas les règles communes : les règles de décision en vigueur font que ce premier pays aurait peu de chances d'imposer ses vues aux seize autres membres de la zone euro ; à l'inverse, ce pays pourrait s'aliéner le pays en infraction en manifestant une position hostile à son égard. En second lieu, les bénéfices politiques immédiats peuvent prendre le pas sur l'objectif de conserver la crédibilité des engagements ; la volonté délibérée de l'Europe d'ignorer les artifices comptables de la Grèce et de l'Italie (très bien décrits, notamment par Eurostat) pour que ces pays puissent intégrer la zone euro en est un parfait exemple. En troisième lieu, les pays qui respectent les règles peuvent considérer qu'ils bénéficieront d'une indulgence similaire,

1 Voir l'analyse prémonitoire des conséquences probables de cette évolution, via l'étude de cas du Portugal, par Olivier Blanchard (publiée en 2007).

2 Ce « défaut en douceur » est l'une des raisons qui expliquent pourquoi le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon, dont les finances publiques sont également fragiles, se financent plus aisément que les pays européens surendettés.

3 Cf. E. Farhi et al. (2011) pour une analyse générale de la faisabilité des dévaluations fiscales.

4 Adopter une nouvelle monnaie exige du temps et ne peut être réalisé du jour au lendemain. Idéalement, il faut tenir la décision secrète et déclarer un jour férié bancaire.

5 Très récemment, la Commission a vu ses pouvoirs légèrement renforcés sous l'effet des nouvelles mesures de gouvernance de l'UE (le « Six Pack »).

6 À ce jour, la règle des 3 % a été violée 97 fois (par année et par pays), dont 68 violations directes (29 correspondant à des violations autorisées car liées à une récession économique).

le jour venu. Il est intéressant de noter que la France et l'Allemagne elles-mêmes ont enfreint ces règles en 2003. Ainsi, les comportements de cavalier clandestin (*free riding*), les agendas politiques et les compromis entre États concourent à ce que la menace de sanctions soit vaine.

L'adoption de sanctions *a posteriori* exige non seulement du courage, mais aussi un peu de réflexion. Les sanctions financières sont souvent inappropriées, dans la mesure où elles accroissent la pression financière au moment où le pays concerné se débat déjà dans les difficultés⁷. C'est à ce titre que P. de Grauwe (2011a) critique la politique de taux punitive du Fonds européen de stabilité financière (FESF)^{8,9}. On peut comprendre la volonté d'éviter un recours excessif à l'emprunt. Toutefois, de même que les sanctions prévues par le Pacte de stabilité et de croissance (jamais appliquées) aggravent les déficits lorsque les pays ne parviennent plus à les maîtriser, des taux d'intérêt élevés ont un effet amplificateur sur la dette.

La difficulté à imposer des sanctions financières est également bien connue dans le domaine de la régulation prudentielle : on n'exige pas des banques en difficulté qu'elles paient une assurance-dépôts reflétant le risque de la banque, ou qu'elles s'acquittent de taux d'escompte exorbitants, parce qu'il est admis que des taux d'assurance-dépôts trop importants ou des taux d'intérêt trop élevés aggraveraient leur problème de solvabilité au lieu de le résoudre. Ces banques voient plutôt leur liberté d'action limitée et leur bilan réduit ; un bon exemple en est le *FDIC Improvement Act* de 1991 aux États-Unis, qui précise dans quelle mesure l'autonomie opérationnelle d'une banque est réduite en cas de diminution de ses fonds propres.

De même, comme cela se pratique habituellement dans le cadre des programmes du FMI (ainsi que dans les programmes gérés par la « troïka » UE, BCE et FMI en Europe), les pays en difficulté devraient voir leur souveraineté réduite plutôt que de subir des sanctions financières : leurs finances publiques devraient être surveillées de près et des réformes structurelles permettant une amélioration de la compétitivité, tout en protégeant la partie la plus pauvre de la population, devraient être exigées. Il va sans dire qu'une telle ingérence est politiquement difficilement acceptable et se heurte à une résistance souvent couronnée de succès, sauf lorsque le pays concerné est au bord du gouffre et accepte des conditions du type de celles imposées par le FMI.

Les institutions européennes ont également fait preuve d'un manque d'efficacité durant la crise actuelle. Au-delà des tentatives visant à imputer la responsabilité de la crise à d'autres acteurs (les agences de notation et les spéculateurs, ce qui ne contribue pas à renforcer la confiance des investisseurs), des tests de résistance (*stress tests*) bancaires trop indulgents (Dexia a été considérée comme solvable juste avant de faire défaut¹⁰), et d'une perte de crédibilité résultant des déclarations ambiguës quant à la détermination inébranlable à honorer pleinement les engagements souverains et à l'exclusion de toute participation du secteur privé avant le défaut de la Grèce le 21 juillet 2011¹¹, deux problèmes récurrents doivent être analysés¹² :

GAGNER DU TEMPS

Larry Summers¹³, citant Daniel Ellsberg, qui avait rendu public les dossiers du Pentagone durant la guerre du Vietnam pour dénoncer l'indécision

7 Le Pacte de stabilité et de croissance prévoit une amende de 0,2 % du PIB pour chaque année pendant laquelle le déficit excède le seuil des 3 % (à l'exception de la première année) ; la troisième version du Pacte de stabilité et de croissance a étendu les sanctions financières à la violation du niveau de dette.

8 Le FESF a été créé en 2010, et deviendra permanent en 2013 (Mécanisme européen de stabilité). Son objectif est d'octroyer des prêts aux pays de la zone euro en difficulté.

9 L'Irlande a emprunté auprès du FESF à un taux de près de 6 % ; la prime de risque a été réduite lors du sommet du 21 juillet 2011. Le futur MES prêtera à un taux supérieur de 2 % à son coût de financement.

10 Les stress tests sur 91 banques européennes ont été publiés par l'Autorité bancaire européenne en juillet 2011. Huit ont échoué et seize ont reçu un avertissement pour insuffisance de capitalisation. Dexia, qui a fait faillite début octobre, avait passé les tests avec succès.

11 Techniquement, la Grèce n'est pas défaillante, un défaut étant défini comme un défaut de paiement. L'Union européenne a fait pression sur les banques européennes pour qu'elles abandonnent « volontairement » une part de la valeur de leurs créances.

12 L'autre handicap institutionnel de l'Europe tient à sa vitesse de réaction. Il a ainsi fallu trois mois pour ratifier l'accord conclu en juillet. La BCE a dû faire face dans l'intervalle. En tout état de cause, la BCE est déjà devenue une autorité budgétaire. Elle est devenue prêteur de dernier ressort en augmentant considérablement la taille de son bilan au cours des dernières années (via son programme d'achat d'obligations de 180 milliards d'euros), et cette croissance s'est accélérée au cours des derniers mois. Depuis, la BCE a annoncé, le 8 décembre 2011, des mesures destinées à soutenir le crédit bancaire et les marchés monétaires ; elle a en particulier décidé de conduire des opérations de financement d'une maturité de trente-six mois (LTRO) avec une option de remboursement à un an. Le 21 décembre 2011, les banques de la zone euro se sont précipitées pour profiter du faible taux d'intérêt proposé (1 %) et ont emprunté 489 milliards d'euros à trois ans. À cette date, il était difficile de savoir si les banques utiliseraient cet argent pour acheter de la dette souveraine (comme le suggérait la France) ou simplement pour améliorer leur bilan. Mais jusqu'à présent, les interventions de la BCE n'ont pas suscité de tensions inflationnistes.

13 La tribune de Larry Summers a été publiée le 18 septembre 2011 dans le Financial Times.

du gouvernement américain, souligne à juste titre les similitudes avec le processus de décision européen à l'occasion de la crise de l'euro : « À chaque moment décisif [les responsables politiques] ont limité leur intervention au minimum nécessaire pour éviter un désastre imminent – et tenu des discours optimistes, mais sans jamais prendre les décisions dont ils étaient eux-mêmes convaincus qu'elles offraient des perspectives de victoire décisive. Ils ont été pris de manière tragique dans une sorte de no-man's-land – incapables d'abandonner une voie dans laquelle ils s'étaient tellement engagés, mais également incapables de faire preuve de la volonté politique permettant de prendre les mesures qui auraient offert une perspective réaliste de succès ». Le sommet du 9 décembre 2011 était le quinzième en vingt-deux mois. Les participants (c'est du moins ce qui ressort des décisions prises) se sont dans l'ensemble concentrés sur l'objectif à court terme, qui était d'éviter un effondrement imminent. Des progrès ont toutefois été réalisés au cours de ce sommet – nous y reviendrons plus tard.

UNE ALLOCATION AMBIGÛE DES RISQUES

L'autre question que les responsables politiques européens n'ont pas su trancher est celle du partage de la « facture » en cas de défaut souverain. Le secteur public doit-il couvrir les pertes ou faut-il obliger le secteur privé à participer à l'effort (*private sector involvement* – PSI) ?

Avant le défaut de la Grèce, le sentiment général était qu'un tel scénario ne pouvait pas se produire, dans la mesure où il était généralement admis que l'Europe assurerait le sauvetage des pays en difficulté ; en effet, jusque là, l'Europe était régie par un principe implicite de responsabilité conjointe et solidaire. La préservation par les superviseurs prudents de la pondération zéro des risques souverains a encore renforcé la conviction des institutions financières que la dette souveraine des États de la zone euro était parfaitement sûre. Le défaut de la Grèce, comme celui de Lehman Brothers en 2008, a été l'occasion d'une prise de conscience : le sentiment très largement partagé d'une absence totale de risque sur les dettes souveraines était en réalité infondé. La question de la participation du secteur privé fait toujours l'objet d'un intense débat.

Décider qui réglera la facture ne consiste pas seulement à opérer une redistribution entre le public et le privé. En premier lieu, l'ambiguïté crée d'importantes occasions de spéculation. Des écarts de rendement de 6 ou 10 % offrent des opportunités substantielles de profit, si toute participation du secteur privé est exclue *ex post*, tandis que le risque souverain expose les intermédiaires financiers à de fortes pertes si les responsables politiques décident à l'inverse de faire participer le secteur privé. Cette situation pose des problèmes considérables aux régulateurs bancaires chargés de déterminer quelle pondération du risque doit être appliquée aux obligations souveraines détenues par les banques. En particulier, la pondération nulle ou très faible du risque souverain actuellement en vigueur peut encourager des banques en difficultés à investir dans des obligations souveraines risquées pour parier sur un redressement.

En second lieu, les discussions conduites sur ce thème sont insuffisamment structurées. Si des arguments pertinents sont échangés, la perspective d'ensemble fait généralement défaut. On passe d'arguments *ex post*, selon lesquels la participation du secteur privé aggrave les difficultés de refinancement des pays surendettés à des arguments *ex ante* selon lesquels la mise en œuvre *ex post* de la solidarité entre les États crée un aléa moral.

La 3^e partie ci-dessous présentera quelques analyses relatives à l'allocation des risques souverains entre le marché et la communauté internationale. La théorie économique enseigne que l'allocation des risques détermine les incitations des différents acteurs. À cet égard, la théorie la plus connue concerne la surveillance : celui qui supporte le risque est celui qui surveille. Indépendamment des opinions (diverses) quant à l'acteur le mieux placé pour superviser (la communauté internationale ou le marché), il faut admettre que le *no-man's land* actuel n'a pas fonctionné de manière satisfaisante : les États n'ont imposé aucune discipline à leurs pairs et les marchés ont longtemps pensé qu'ils n'auraient pas à subir les conséquences des prêts consentis à des États surendettés. En d'autres termes, personne ne s'est senti responsable.

1| UN OBJECTIF PLUS LARGE POUR LE PACTE DE STABILITÉ ?

Il est admis depuis longtemps que l'Europe, compte tenu de la faible mobilité des travailleurs et de la quasi-absence d'un mécanisme automatique de redistribution (un budget fédéral), ne constitue pas une zone monétaire optimale. Même si les institutions ne sont pas immuables¹⁴, il semble peu probable que le fédéralisme budgétaire s'impose, dans la mesure où ce mécanisme déboucherait sur des transferts massifs et prévisibles entre les pays membres.

À défaut de fédéralisme budgétaire, les pays de la zone euro devront néanmoins accepter de perdre une part importante de leur souveraineté s'ils souhaitent continuer à vivre ensemble. Deux réformes pourraient notamment rendre les institutions européennes plus compatibles avec l'existence d'une union monétaire.

1|1 Réguler le secteur bancaire à l'échelle européenne

Globalement, la régulation financière s'exerce toujours dans un cadre national : le régulateur national supervise les institutions financières immatriculées dans son pays. Il existe au moins deux bonnes raisons pour centraliser la régulation prudentielle à l'échelle européenne et créer une autorité indépendante en charge de cette supervision. En premier lieu, il est peu probable que les vingt-sept autorités de régulation financière nationales (dont dix-sept pour la zone euro) disposent du personnel nécessaire pour faire face à la complexité des banques privées.

En second lieu, et de manière plus pertinente par rapport au thème de cet article, il est de plus en plus évident que les dettes privées sont désormais devenues des dettes publiques ; en témoigne la fragilité du système bancaire en Irlande et en Espagne après les *booms* immobiliers qu'ont connus ces deux pays.

À l'origine, l'Irlande et l'Espagne n'affichaient pas des déficits publics ou des encours de dette souveraine extravagants, mais les plans de sauvetage des banques ont considérablement déséquilibré les finances publiques. Plus généralement, de nombreuses crises des taux de change et de la dette souveraine trouvent leur origine dans une expansion du crédit et une bulle immobilière que les autorités ont laissé prospérer¹⁵.

L'Europe s'est dotée d'autorités financières supranationales, telles que le Conseil européen des risques systémiques (CERS) et l'Autorité bancaire européenne (ABE). Mais ces institutions ne disposent pas des prérogatives habituelles des régulateurs. Ainsi le CERS peut suggérer aux autorités nationales de surveillance d'amender leurs règles ou procédures, ou leur demander « de se conformer ou s'expliquer » ; si cette mise en cause a toujours un certain impact, les résultats d'une telle démarche sont cependant limités. Si le CERS veut faire savoir qu'un régulateur national met en danger son secteur financier, il doit faire état de ses craintes quant aux risques qui pèsent sur le secteur financier du pays concerné et court ainsi le risque de déstabiliser les marchés et de provoquer un mouvement spéculatif à l'encontre de ce pays. Pour des raisons évidentes, il n'est pas dans les habitudes d'une banque centrale de crier au loup.

1|2 Règles budgétaires et conseils indépendants¹⁶

On a récemment beaucoup débattu de la mise en œuvre de règles d'or¹⁷ définissant un objectif de déficit budgétaire (ajusté en fonction des cycles). Comme toute règle contraignante, la règle d'or suscite des oppositions, et ce, pour deux raisons : parce qu'elle limite la liberté de ceux auxquels elle s'applique et parce que les populations doivent se familiariser avec l'idée que les gouvernants ne sont pas nécessairement dignes de confiance et qu'ils réagissent, comme tout individu, en fonction des diverses incitations qui s'exercent sur eux¹⁸.

14 Si l'on se réfère à l'histoire des États-Unis, la première étape a été l'adoption au 19^e siècle de règles visant à l'équilibre budgétaire (« règles d'or »). Le développement de l'État fédéral est venu bien plus tard.

15 Cf. Reinhart-Rogoff (2009)

16 Cf. à titre d'exemple, Debrun-Takahashi (2011), von Hagen (2010) et Wren-Lewis (2011) pour une description du fonctionnement et de l'efficacité des conseils de politique budgétaire déjà en place

17 Traditionnellement, une règle d'or dispose que les recettes doivent équilibrer les dépenses courantes (l'emprunt étant réservé aux investissements à long terme), mais nous utilisons le terme de manière plus large pour désigner toute règle limitant les déficits et le recours à l'emprunt.

18 Cf. Bénabou et Tirole (2011) qui analysent de quelle manière l'opinion influe sur les politiques publiques

PROBLÈMES DE CONCEPTION

Les règles d'or soulèvent des problèmes complexes de conception et d'application et ne sont pas la panacée¹⁹. Mais ces difficultés ne signifient pas pour autant que le concept même est invalide : l'adoption des règles d'or doit être fortement encouragée. À cet égard, le projet issu du sommet du 9 décembre 2011 va dans la bonne direction²⁰ : il prône l'adoption d'une règle d'or contraignante (imposant un déficit primaire – c'est-à-dire le déficit avant paiement du service de la dette – inférieur à 0,50 % sur l'ensemble du cycle)²¹, des sanctions automatiques (vote à la majorité qualifiée)²² et une mise en œuvre des sanctions par la Cour européenne de justice.

La conception de bonnes règles en matière d'équilibre budgétaire, comme par exemple des principes d'ajustements cycliques, est assez complexe. De plus, évaluer la soutenabilité de la dette *via* un simple plafonnement nécessite de convertir des engagements et des recettes conditionnels en recommandations actuelles. En théorie, les investissements qui ont pour effet à terme d'accroître les recettes fiscales ou d'améliorer le compte des transactions courantes ne devraient pas être considérés comme des dépenses courantes et ne devraient donc pas être comptabilisés comme telles (c'est-à-dire être imputés en totalité sur les dépenses de l'année)²³.

La difficulté est de parvenir à faire le partage entre dépenses courantes et investissements, dans la mesure où la plupart des politiques publiques peuvent se prévaloir de générer des contreparties positives dans le temps : en pratique, on peut surtout appliquer le principe à des investissements qui génèrent des revenus tangibles. Il est toutefois malaisé de définir les revenus à prendre en compte : par exemple, le versement d'une indemnité aux propriétaires de

licences de taxi en contrepartie de l'introduction d'une concurrence effective permettant de diviser par deux les tarifs des taxis, est à l'évidence un investissement, mais cette décision ne génère aucune recette pour l'État. Les dépenses destinées à relever le niveau d'éducation ou à améliorer l'efficacité du marché du travail soulèvent des difficultés comptables similaires. De même, pour prendre un exemple d'actualité, la question se pose s'agissant de la recapitalisation d'une banque au moyen de fonds publics, financés par de la dette souveraine : quelle est la part d'investissement (restructuration) et quelle est la part des « dépenses courantes » (avantages ou enjeux politiques)²⁴.

De même, différentes décisions peuvent transformer des actifs ou passifs conditionnels en liquidités (privatisations, amnisties fiscales en contrepartie d'un paiement forfaitaire, partenariat public-privé – PPP²⁵...) ou inversement (prêts à des entreprises ou à des pays en difficultés). Même les actifs cotés (par exemple, l'or ou les réserves de gaz ou de pétrole) soulèvent des problèmes comptables (comptabilisation à la juste valeur ou au coût d'acquisition, choix d'un taux de dépréciation pour les investissements) qui se posent couramment en comptabilité privée.

Les régimes de retraite à prestations définies des fonctionnaires sont une cause particulièrement importante de la mauvaise appréciation de la dette publique. Ces engagements relèvent généralement du hors-bilan et ne sont donc pas intégrés dans la dette publique au motif qu'il s'agit de passifs conditionnels. Certes, comme cela se fait actuellement dans certains pays du Sud de l'Europe, les retraites peuvent être diminuées, mais les possibilités d'ajustement restent toutefois assez limitées. Aux États-Unis, la principale faille dans la comptabilité publique semble avoir été les engagements liés à la retraite des fonctionnaires ;

19 Pour cette raison, il est souvent conseillé de pécher par excès de prudence, en exigeant que les ajustements s'effectuent au travers d'un fonds de réserve utilisé en cas de récession, sans jamais autoriser de déficit.

20 Le 29 janvier 2012, vingt-cinq des vingt-sept États membres de l'Union européenne (à l'exclusion du Royaume-Uni et de la République tchèque) ont signé le traité prévoyant des règles budgétaires plus strictes.

21 Cette règle d'or est largement inspirée de la règle allemande, qui prévoit notamment (à partir de 2016), en l'absence d'écart de production, un déficit maximal de 0,35 % du PIB, cycliquement ajusté (sauf catastrophe naturelle), et rend obligatoire des évaluations externes et la tenue de comptes intertemporelles. La règle d'or allemande donne un rôle majeur à la Cour constitutionnelle de Karlsruhe, chargée d'assurer le respect de la règle.

22 L'adoption d'une règle prévoyant l'engagement de sanctions, sauf vote contraire à la majorité qualifiée, avait déjà été proposée à de nombreuses reprises, notamment dans le rapport établi par H. van Rompuy en 2010.

23 Le gouvernement britannique publie les emprunts nets du secteur public. Depuis 1997, il ne peut en principe emprunter que pour financer des dépenses en capital (au cours du cycle). Dans le même esprit, Blanchard et Giavazzi (2003) ont proposé que le budget soit équilibré au niveau des dépenses de fonctionnement et que l'emprunt soit réservé au financement des investissements publics.

24 Ces processus ne sont qu'une forme possible de renflouement des banques : cf. Hertig (2012) pour une taxonomie et une analyse empirique.

25 Cf. Maskin-Tirole (2008) pour les questions comptables soulevées par les partenariats-public-privé et pour une tentative de modélisation des arbitrages pertinents dans un environnement où les responsables politiques peuvent tenter de procurer des rentes dissimulées aux entreprises signataires ou être enclins à privilégier des intérêts privés.

les engagements non financés (3 230 milliards de dollars sur un total de 5 170 milliards d'engagements liés aux retraites dans les cinquante États) ne sont pas comptabilisés comme de la dette. La dette publique totale, après prise en compte des engagements liés aux retraites, représente près de 4,5 fois l'encours des obligations d'État (cf. Novy-Marx-Rauh, 2009).

La question de la soutenabilité de la dette est complexe et la détection des artifices comptables exige une réelle expertise technique. Quelles que soient les institutions chargées de contrôler le respect d'une règle d'or, un renforcement des capacités d'analyse économique du secteur public s'avère nécessaire. Le besoin d'expertise technique et la prévention des manipulations comptables militent en faveur de la création d'institutions indépendantes, réunissant des experts professionnels²⁶. Ces organismes indépendants devraient être composés non seulement d'économistes, mais aussi de professionnels (provenant du ministère des Finances, du Budget ou de la Comptabilité publique) ayant une connaissance approfondie de tous les subterfuges utilisés pour masquer les déficits ou les dettes. Leur composition, leur indépendance et leurs procédures pourraient être auditées par le FMI, comme le suggère M. Rogoff (2011).

Faire respecter la discipline budgétaire est également un exercice complexe : en pratique des conseils budgétaires indépendants produisent des rapports et des prévisions, dont peuvent ensuite se servir les gouvernements pour la préparation du budget. Dans quelques cas, leur mission peut être plus large ; c'est notamment le cas en Suède, où le conseil budgétaire évalue les résultats des politiques publiques.

Mais ces conseils budgétaires n'ont pas vocation à veiller au respect des règles. Cette mission est du ressort des cours constitutionnelles (telles que la Cour de Karlsruhe en Allemagne²⁷) dont l'expertise économique doit cependant être renforcée.

Une règle budgétaire n'est qu'un élément d'un ensemble de bonnes pratiques budgétaires. John Hassler soutient²⁸ que la Suède doit sa réussite en la matière (les plafonds de dépenses y ont été respectés) non seulement à l'action d'un conseil budgétaire doté de larges pouvoirs et à une règle budgétaire imposant un objectif d'excédent de 1 % au cours du cycle²⁹, mais aussi aux mesures complémentaires qui ont été instaurées : une approche descendante (*top down*) de la procédure budgétaire (fixation d'un montant global de dépenses et de recettes puis ventilation à un niveau plus détaillé), la fixation des objectifs de dépenses à trois ans, des réserves prédéfinies pour les dépenses imprévues et l'obligation pour les collectivités locales d'équilibrer leurs comptes.

ÉCONOMIE POLITIQUE DES RÈGLES D'OR

Autre facteur clé du succès des règles d'or : l'adhésion des responsables politiques et de l'opinion publique à l'idée de discipline budgétaire. Des pays tels que la Suède, l'Allemagne ou le Chili bénéficient d'un large consensus sur la question et les réformes ont fait généralement l'objet d'accords bipartites³⁰. En France et dans certains pays du Sud de l'Europe, il est inquiétant de constater que les règles d'or font l'objet de manœuvres politiques et d'attaques au sein d'une classe politique assez peu disposée à voir ses prérogatives réduites. L'absence d'accord bipartite, ainsi que les récentes craintes concernant les États-Unis (essentiellement en raison d'une incapacité politique à accepter les contraintes budgétaires) rappellent que les institutions ne peuvent fonctionner correctement en l'absence d'un consensus politique minimal.

L'histoire des États-Unis offre un exemple intéressant d'élaboration de règles tendant à l'équilibre budgétaire (cf. l'excellente analyse de Henning-Kessler en 2012). Après la Guerre d'indépendance, en 1790, sous la direction du secrétaire d'État Hamilton, le gouvernement fédéral a repris à son compte les dettes

26 La directive 2011/85/UE du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres envisage également que les États membres comparent leurs prévisions avec celles de la Commission et d'organismes indépendants ; et que les règles budgétaires intègrent des objectifs précis avec un contrôle effectif par des organismes indépendants (ou du moins des organes qui ne soient pas dépendants des autorités budgétaires de l'État). Selon la proposition de la Commission du 23/11/2011 (actuellement débattue au Conseil et au Parlement), les États membres de la zone euro devraient mettre en place des conseils de politique budgétaire indépendants et élaborer leurs budgets à partir des prévisions établies par des organismes indépendants.

27 Aux États-Unis, les règles d'or sont mieux respectées lorsque les juges de la Cour Suprême de l'État sont élus et non pas nommés par le gouverneur et confirmés par l'assemblée (Bohn-Inman 1996).

28 Présentation lors de la conférence Banque de France-Toulouse School of Economics, le 19 décembre 2011

29 En revanche, la France n'a connu aucun budget à l'équilibre depuis 1974 !

30 La Suède a récemment connu quelques débats à ce sujet, mais curieusement c'est l'opposition qui a proposé d'augmenter légèrement les dépenses pour relancer l'économie.

de tous les États fédérés. Le renflouement des finances des États fédérés par l'État fédéral est devenu la règle jusqu'aux années 1840. Le Congrès a ensuite refusé de renflouer les États en cessation de paiement (cette position ayant été facilitée par le fait que les États bénéficiant de finances saines étaient majoritaires, que l'économie était moins dépendante qu'auparavant des capitaux étrangers et que l'État fédéral détenait peu d'obligations émises par les États fédérés). Au cours des années 1840 et 1850, les États ont spontanément adopté des règles visant à garantir l'équilibre budgétaire. Depuis, le non-renflouement des finances des États fédérés par l'État fédéral est devenu la règle, bien qu'à de nombreuses reprises certains États se soient trouvés en difficulté budgétaire ; la seule exception a été le renflouement dans les années quatre-vingt-dix du District de Columbia dont les finances ont ensuite été gérées par le Congrès pendant quatre années. De même, les municipalités et les comtés n'ont pas pu être renfloués par les collectivités de niveau supérieur ; dans toute l'histoire des États-Unis, une seule municipalité a bénéficié d'un renflouement de ses finances.

Le gouvernement fédéral américain joue un rôle stabilisateur important, *via* des mécanismes de stabilisation automatiques et des politiques contracycliques. De plus, les politiques discrétionnaires, telles que le plan de relance de 2009, visent souvent à combler les déficits de recettes au niveau des États fédérés (75 % des sommes dépensées au titre du plan de relance ont servi à financer les déficits des États fédérés plutôt que de nouveaux projets)³¹. Les États sont toutefois pleinement responsables de leurs dettes.

Ces observations conduisent à se demander si la zone euro ne devrait pas imposer l'adoption de règles d'équilibre budgétaire. À l'évidence, la crédibilité de ces règles serait renforcée si les pays membres se les appropriaient réellement. Toutefois, l'adoption spontanée de telles règles aux États-Unis au milieu du 19^e siècle s'est traduite par une stricte politique de non-renflouement, ce qui pourrait s'avérer très douloureux en Europe.

2 | RÉFORMES DU SYSTÈME BANCAIRE

Suite à la crise financière de 2008, il a été généralement admis que la régulation prudentielle et la supervision des banques devraient être largement réformées. L'objet de cet article n'est pas d'analyser les réformes qui ont été ou pourraient être adoptées³². Mais certaines de ces réformes étant susceptibles d'interagir avec les institutions qui pourraient émerger de la crise de la zone euro, il est donc nécessaire d'évoquer ces questions.

Sous certaines réserves, les réformes du système bancaire me paraissent, dans leur ensemble, aller dans la bonne direction : renforcement des exigences de fonds propres (à moyen terme, pour éviter le risque d'une contraction massive du crédit durant une récession) ; introduction d'un volant contracyclique³³ et renforcement des exigences de liquidité (tout en reconnaissant que nous ne savons pas réellement comment mesurer les cycles et appréhender la liquidité) ; règles plus strictes en matière de rémunérations (en Europe ; les États-Unis ont encore du chemin à parcourir) ; attention accrue accordée aux risques systémiques ; meilleure mesure du risque³⁴.

En revanche, l'opposition à l'utilisation des notations à des fins prudentielles (comme le *Dodd Frank Act* le suggère) ne me paraît pas entièrement justifiée. Certes, il est possible d'exercer un contrôle plus strict sur les agences de notation, que les notes qu'elles attribuent soient utilisées par les autorités publiques à des fins prudentielles ou pour déterminer la qualité des garanties acceptées par les banques centrales. Il est également possible de réduire la sensibilité des exigences en fonds propres aux notations. Mais tirer sur le messenger de mauvaises nouvelles pourrait être une grave erreur. En premier lieu, les arguments utilisés contre les agences de notation se concentrent généralement sur leurs lacunes, sans réfléchir aux alternatives. Or, en l'absence de notation, les rumeurs et les informations confidentielles occuperaient une place centrale sur les marchés.

31 Cf. Henning-Kessler (2012) pour plus d'informations

32 Parmi les nombreux articles et enquêtes consacrés aux causes de la crise récente et à ses conséquences sur les politiques économiques, cf. mes propres analyses dans Dewatripont et al (2010)

33 Cf. également Bolton-Samama (2010) pour une proposition impliquant des obligations conditionnelles. À l'inverse, Bolton et al (2011) examinent l'impact cyclique de l'utilisation des notations comme outil prudentiel.

34 Améliorer l'évaluation des risques a toujours été une préoccupation depuis l'introduction de la pondération des risques dans les normes Bâle I en 1988. Certaines réformes introduites par Bâle II ont été mal inspirées. Par exemple, la pondération des crédits hypothécaires a été réduite de 50 % à 35 %, ce qui, au niveau du portefeuille de négociation, était généralement considéré comme trop généreux, etc... Les nouvelles règles ont corrigé certaines de ces erreurs, mais le sentiment général reste qu'il est difficile de définir une pondération des risques pertinente. De ce fait, les régulateurs ont introduit une contrainte supplémentaire, non fondée sur les risques, le ratio d'endettement, qui n'est toutefois pas un bon indicateur statistique des risques bancaires.

Par ailleurs, et surtout, on voit mal de quelle manière les autorités publiques et les banques centrales évalueront les risques associés aux institutions financières et aux actifs financiers. Une solution alternative consisterait à utiliser les évaluations internes développées par les régulateurs et les banques centrales. Cette démarche serait particulièrement intéressante pour les obligations souveraines, pour lesquelles on fait souvent valoir que les agences de notation ne disposent pas d'informations spécifiques (à la différence des obligations d'entreprise). À l'inverse, elle augmenterait le pouvoir discrétionnaire des autorités de régulation, qui pourraient utiliser leurs évaluations internes pour faire preuve d'une indulgence injustifiée.

Une autre alternative à l'utilisation des notations dans le cadre de la supervision prudentielle est le recours aux modèles internes d'analyse des risques des banques qualifiées. Si ces modèles sont contrôlés par les autorités de supervision, ils laissent toutefois une grande marge de manœuvre aux institutions et cette marge se trouverait encore accrue en l'absence de notations. Les autorités de régulation ont un important pouvoir de négociation vis-à-vis des agences de notation, qui tirent grandement profit de leur rôle d'auxiliaires de la régulation prudentielle ; et même s'il est malaisé de contrôler les agences de notation (cf. par exemple Coffe, 2007), les régulateurs peuvent utiliser leur influence pour exercer un certain contrôle sur les procédures et la déontologie des agences.

La taxe sur les établissements financiers d'importance systémique (SIFI) m'inspire également des réactions mitigées³⁵. On peut craindre que les autorités de supervision, qui peinent déjà à suivre la sphère régulée traditionnelle (banques commerciales, compagnies d'assurance, fonds de pension) ne disposeront pas des effectifs nécessaires pour surveiller un secteur financier beaucoup plus vaste. La facilité avec laquelle les activités financières peuvent être transférées vers de nouveaux acteurs (compagnies du secteur de l'énergie par exemple) et la difficulté à apprécier les intervenants qui ont une « importance systémique »

(LTCM ou AIG auraient-ils été considérés comme tels ?) sont autant de sujets de préoccupation. Une alternative serait de protéger la sphère régulée contre les risques résultant d'un défaut des intervenants non régulés. À cet égard, la proposition de recourir à des chambres de compensation (en vue d'évaluer et de limiter les risques systémiques) et à des produits standardisés (pour être capable de mesurer la solvabilité des chambres de compensation et donc éviter qu'elles n'atteignent le stade où elles seraient immanquablement considérées comme « trop importantes pour faire faillite ») semble pertinente.

L'évaluation des risques souverains doit également être améliorée, comme nous l'avons déjà indiqué en introduction. En octobre 2011, l'ABE a recommandé aux banques européennes de mettre en place un coussin de fonds propres temporaire, afin de refléter les prix de marché actuels³⁶. Dans le cadre d'une conférence de la BRI, en 2011, M. Hannoun (2011) s'est prononcé en faveur de l'abandon de la pondération zéro des risques souverains. Selon une étude récente du FMI³⁷, les banques européennes sont exposées aux « GIIPS » à hauteur de 339 milliards d'euro³⁸. Une partie seulement de ces encours sont comptabilisés à leur valeur de marché : les obligations souveraines détenues par les banques européennes sont pour 12 % incluses dans les portefeuilles de négociation (juste valeur), pour 49 % disponibles à la vente (juste valeur, les moins-values s'imputent sur les fonds propres, les plus-values ne sont pas constatées), et pour 39 % détenues jusqu'à l'échéance (pas de comptabilisation des moins-values).

Les autorités de régulation des banques ont généralement fait preuve de beaucoup d'indulgence dans l'évaluation du risque souverain, estimant depuis l'édiction des normes Bâle I que les pays de l'OCDE ne peuvent pas faire défaut. Dans le cadre des normes actuelles, les risques souverains notés de AAA à AA- bénéficient toujours d'une pondération nulle. De plus, l'Union Européenne (UE), dans le cadre des *stress tests*, applique une pondération zéro aux pays de la zone euro³⁹, tandis que les États-Unis

35 Aux États-Unis, le Financial Stability Oversight Council (FSOC) a décidé, le 11 octobre 2011, de contrôler les fonds spéculatifs, les sociétés de gestion, les fonds mutuels, les compagnies d'assurance et autres institutions les plus importants dont la faillite pourrait menacer le système financier. Les critères du FSOC sont les suivants : niveau d'endettement, engagements au titre de produits dérivés, ratio d'endettement, dette à court terme, CDS sur la tête de la société. À l'inverse, le Comité de Bâle propose les indicateurs suivants (également pondérés) : taille, interconnexion, absence de substituts aux services offerts, activités interjuridictionnelles et complexité.

36 Bien entendu, les prix de marché peuvent être socialement non pertinents en cas d'anticipation des garanties et des renfoulements, mais restent pertinents pour les banques.

37 Rapport sur la stabilité financière dans le monde, septembre 2011

38 Les pays de la zone euro sont particulièrement exposés au risque européen. Ainsi, selon la même étude, les créances étrangères (entités étrangères et filiales locales) sur le secteur public italien, s'élèvent à 105 milliards d'euros pour la France, 51 milliards pour l'Allemagne, 13 milliards pour le Royaume-Uni et 13 milliards pour les États-Unis.

39 La Directive relative aux exigences de fonds propres de l'Union européenne, fondée sur les normes de Bâle II, précise dans son annexe que l'exposition à la dette souveraine des États membres et de la BCE bénéficie d'une pondération du risque de 0 %.

continuent à appliquer une pondération zéro aux pays de l'OCDE. Le faible niveau des exigences en fonds propres, associé à une nouvelle demande d'actifs « liquides » en vue de respecter le ratio de liquidité à court terme, incite fortement les banques à détenir des obligations souveraines.

Enfin, l'adoption de mécanismes de résolution efficaces à l'échelle internationale est généralement considérée comme essentielle pour l'avenir de la régulation.

3| LA QUESTION DES EURO-OBLIGATIONS

La question de la solidarité entre pays de la zone euro a été au centre des débats relatifs à la crise actuelle. La solidarité doit-elle s'exprimer par l'émission d'euro-obligations, par la mise en place d'un fonds de stabilité, par un mécanisme prévoyant la responsabilité conjointe et solidaire des pays de la zone euro en cas de défaut, ou de manière plus informelle, par le renflouement *ex post* des pays en faillite ? Si ces questions font quotidiennement les grands titres de la presse, peu d'éléments d'analyse sont disponibles. La présente section tentera d'apporter des éléments de réponse.

3|1 La répartition des risques entre l'émetteur souverain et ses créanciers

Pour mettre les différentes propositions en perspective, il peut être utile de rappeler quelques principes économiques en matière de dette souveraine. La présente section s'intéresse à la répartition des risques entre l'émetteur souverain et ses créanciers étrangers, sujet qui a fait l'objet de nombreuses analyses économiques.

LIQUIDITÉ VERSUS SOLVABILITÉ

Les économistes établissent une distinction entre problèmes de liquidité et problèmes de solvabilité. Un pays est confronté à un problème de solvabilité lorsque son déficit primaire et son manque de compétitivité rendent le niveau de dette souveraine insoutenable. Un pays est confronté à un « pur problème de liquidité »

(cf. Calvo, 1988) lorsque sa dette est soutenable, mais que les anticipations auto-réalisatrices l'obligent à payer des taux d'intérêt très élevés, provoquant une rapide croissance de la dette (particulièrement si la dette souveraine affiche une maturité courte) dont le remboursement devient effectivement problématique. L'analyse des crises souveraines sous l'angle de la liquidité souligne le rôle auto-réalisateur des anticipations en matière d'insolvabilité : les fondamentaux du pays sont tels qu'ils pourraient permettre le remboursement de la dette, et il serait possible de parvenir à un autre équilibre de marché permettant au pays de continuer à se financer aisément sur le marché international de la dette.

Il est souvent difficile d'identifier si un pays traverse une crise de liquidité ou s'il souffre d'un problème de solvabilité ; dans les deux cas, on observe une hausse des taux d'intérêt et finalement une impossibilité à se financer sur les marchés internationaux. Il me semble que les deux processus sont actuellement à l'œuvre en Europe, à l'exception de la Grèce, dont l'insolvabilité transparaissait à travers sa politique de laissez-faire.

Malheureusement, les politiques à conduire diffèrent entièrement selon la nature du diagnostic. Un problème de liquidité appelle la mise en place d'une garantie très large contre le risque de défaut du pays, tandis qu'un problème de solvabilité appelle une immixtion dans la politique de l'État concerné et l'acceptation d'un éventuel défaut de paiement.

ARBITRAGE ASSURANCE/ALÉA MORAL

De manière compréhensible, les pays souhaitent être assurés contre des chocs adverses ; d'un autre côté, les assurances diminuent la responsabilité, et les pays peuvent recourir à divers mécanismes ayant pour effet « d'exproprier » les investisseurs étrangers : défaut de paiement, dévaluation, ou extraction de la valeur (taxation ou expropriation directe des actifs). Les politiques aboutissant à l'expropriation des investisseurs peuvent être classées en deux catégories⁴⁰:

- les politiques conduisant à une perte de compétitivité : législation du travail, investissements dans des biens non échangeables – typiquement l'immobilier – plutôt que dans l'amélioration de la compétitivité, protection de certaines professions... ;

⁴⁰ Dans le contexte qui nous intéresse, l'évolution des comportements avant et après l'adhésion à la zone euro est une illustration de l'aléa moral potentiel.

- les politiques conduisant à une dette publique insoutenable : fortes dépenses publiques et faible imposition – ou faible efficacité du recouvrement de l'impôt –, supervision laxiste des banques, absence de réforme des systèmes de retraite...

Le coût très élevé d'une dévaluation ou d'un défaut fait contrepoids à l'insuffisante internalisation de l'intérêt des investisseurs étrangers et incite à rembourser les créanciers étrangers. Cela peut expliquer pourquoi les pays les moins fiables commettent souvent le « péché originel » : les engagements (publics et privés) des pays émergents vis-à-vis des investisseurs sont souvent des emprunts à court terme libellés en devise étrangère (par exemple en dollar). Ces caractéristiques limitent l'exposition des investisseurs étrangers à l'aléa moral propre au pays émetteur, en rendant leurs créances moins sensibles à une mauvaise gestion, mais elles augmentent les risques pour le pays lui-même⁴¹.

Il existe de nombreux symptômes des inquiétudes concernant l'aléa moral. Comme nous l'avons indiqué, les pays qui ne sont pas fiables doivent se financer à court terme, et en devise étrangère. Pour évaluer la fiabilité d'un pays, les investisseurs étrangers examinent non seulement les fondamentaux économiques, mais aussi les caractéristiques de son économie politique. Ils tentent ainsi de déterminer si le pays mettra en œuvre des mesures destinées à protéger les investissements – ce sera notamment d'autant plus probable que la détention d'actifs financiers sera répandue dans la population (notamment parce que les systèmes de retraite sont fondés sur un principe de capitalisation plutôt que de répartition). De même, il est admis que l'orientation majoritairement domestique des portefeuilles d'investissement, malgré son coût substantiel (défaut de diversification) encourage les politiques favorables

aux investisseurs. Un autre symptôme de l'importance de l'aléa moral est le recours habituel du FMI à un financement par tranche (c'est-à-dire le déblocage des financements à mesure des progrès effectués) dans le cadre d'un programme de restructuration de la dette souveraine d'un pays.

La crainte de l'aléa moral tient également une place importante dans le débat juridique sur la restructuration des dettes souveraines. Les obligations souveraines sont souvent soumises à la loi de l'État de New York (la plus souvent utilisée pour les emprunts souverains), et comprennent des clauses comme la règle de l'unanimité et la clause *pari passu*. Il est généralement admis que ces clauses favorisent les comportements récalcitrants, rendant ainsi la restructuration de la dette plus difficile⁴²; de nombreuses voix se sont prononcées dès lors pour l'inclusion de clauses d'action collective (CAC)⁴³, ce qui sera d'ailleurs le cas pour les obligations émises dans la zone euro à partir de 2013.

Les économistes comme les juristes ont largement débattu des avantages des clauses d'action collective. En effet, si elles améliorent sans aucun doute la capacité d'un pays à restructurer sa dette en cas de nécessité, elles ne sont pas sans inconvénient : la protection des investisseurs est réduite et la probabilité accrue de devoir essuyer des pertes ne les incite pas à prêter. Si les clauses d'action collective présentent donc des avantages indéniables, elles ne sont pas la panacée.

Bolton et Skeel (2004) soutiennent que les incitations politiques à court terme favorisent l'émission d'obligations souveraines difficiles à restructurer : elles offrent un avantage à court terme – un taux d'intérêt plus bas – au prix d'une restructuration plus longue et plus coûteuse en cas de difficultés⁴⁴.

41 Une question intéressante est de savoir si les prêts non régulés consentis au secteur privé sont optimaux. Dans un contexte de pur aléa moral, la réponse est non : le pays finit par être insuffisamment exposé au risque ; en effet, la relation entre les prêteurs et les emprunteurs privés ne permet pas l'internalisation de l'effet de discipline des formes risquées des créances sur les autorités publiques, et donc leur impact sur les autres relations prêteur emprunteur (cf. Tirole, 2003). Deux arguments en sens inverse – équilibre où la position emprunteuse est excessivement risquée – seront développés ci-dessous.

42 Un exemple bien connu est celui de l'Argentine, qui s'est retrouvée en 2001 dans l'incapacité de rembourser sa dette souveraine, en l'absence de clauses d'action collective. Progressivement, l'Argentine est parvenue à obtenir l'accord de 93 % des détenteurs d'obligations sur un remboursement à hauteur de 35 cents par dollar (une offre basse au vu des standards historiques). Au moment d'écrire ces lignes, les 7 % d'investisseurs qui ont refusé cet accord rendent difficile le retour de l'Argentine sur les marchés internationaux (pour une description, cf. « Gauchos and Gadflies », *The Economist*, 22 octobre 2011, p. 82 et 83).

43 Conformément aux clauses d'action collective (CAC), une majorité qualifiée de détenteurs d'obligations (souvent 75 %) peut conclure avec l'émetteur souverain un accord de restructuration de la dette, qui s'imposera à l'ensemble des détenteurs. À partir de 2013, les nouvelles émissions comprendront des CAC. Ces clauses facilitent grandement la restructuration des dettes souveraines ex post, mais elles peuvent également rendre leur émission plus difficile ex ante. De Grauwe (2011a) relève que les spreads des obligations de la zone euro ont augmenté lorsque l'Allemagne a proposé d'introduire ces clauses en octobre 2010. Il y a environ 10 ans, le FMI a proposé d'introduire un mécanisme de suspension automatique des poursuites, le Mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) permettant à un accord entre débiteur et créanciers de s'imposer s'il est approuvé par une majorité qualifiée dans chaque classe.

44 Bolton et Skeel dans la suite de l'article se prononcent en faveur d'une règle de priorité basée sur l'antériorité dans le cadre du MRDS (comme système de base).

SÉLECTION ADVERSE ET STIGMATISATION

Le souci de ne pas inquiéter les créanciers explique également pourquoi des pays peuvent choisir d'émettre des obligations coûteuses à restructurer en cas de défaut. Il est intéressant de relever que les caractéristiques qui impliquent une exposition accrue des émetteurs (dette à court terme libellée en devise étrangère) peuvent également s'expliquer par des stratégies de signalement. Afin d'éviter d'être stigmatisés, certains pays peuvent se donner beaucoup de mal pour montrer qu'ils sont certains de ne jamais rencontrer de difficultés de remboursement. À cet effet, ils émettent des types d'emprunt particulièrement dangereux. Si des types d'emprunt dangereux se justifient par l'aléa moral, le phénomène d'anti-sélection peut également s'avérer un facteur de prise de risque.

Plus généralement, le souci d'éviter la stigmatisation est omniprésent sur le marché international du crédit. Il explique notamment pourquoi les lignes de crédit conditionnelles du FMI (donnant un accès automatique à une ligne de crédit et réduisant donc le risque d'illiquidité), qui étaient *a priori* une bonne idée, n'ont eu aucun succès et n'ont jamais été utilisées.

RENÉGOCIATION ET CONTRAINTÉ BUDGÉTAIRE SOUPLE

Il n'est pas facile d'obtenir un engagement ferme dans le monde de la finance internationale. En réalité, les contrats sont généralement restructurés d'une manière qui n'était pas prévue dans le contrat de dette, ce qui peut se comprendre : les créanciers privés préfèrent minimiser leurs pertes et conclure un accord qui écarte la possibilité d'un défaut total. Il est également difficile de conclure un accord lorsque les créanciers sont eux-mêmes des États souverains (directement ou indirectement, *via* l'exposition de leur système bancaire au pays en difficulté). Comme chacun le sait, le Traité de l'UE avait exclu les renflouements, mais l'Europe est revenue sur cet engagement.

3|2 Répartition du risque souverain entre le marché et la communauté internationale

Si une abondante littérature analyse le partage des risques entre un émetteur souverain et ses créanciers, les références sont beaucoup moins nombreuses s'agissant de la répartition optimale des risques entre créanciers : secteur officiel *versus* investisseurs privés et entre pays au sein du secteur public⁴⁵.

Le coût du défaut doit-il être supporté par les marchés ou par les États ? Dans le contexte actuel, décider qui règle l'addition revient aussi à décider qui surveille. Si les *marchés* doivent exercer une surveillance en excluant l'accès au financement des pays qui adoptent de mauvaises politiques, le secteur privé devrait alors être tenu pour responsable : les banques devraient supporter les pertes résultant des prêts octroyés à ces pays, et les règles prudentielles devraient traiter les dettes souveraines comme des actifs risqués pour le calcul des exigences en fonds propres. Si le *secteur officiel* est chargé de contrôler la soutenabilité de la dette, alors c'est à lui qu'il revient d'en supporter le coût et d'intervenir lorsque l'endettement d'un pays risque de devenir insoutenable. Comme nous l'avons déjà mentionné, aucune de ces options n'a prévalu lors de la crise de la zone euro.

S'agissant de la répartition des risques au sein du secteur officiel, il est généralement admis en Europe que les autres pays de la zone euro sont des fournisseurs d'assurance naturels. Cette hypothèse, que reflètent les négociations et les plans de sauvetage en cours, est à première vue étonnante. En effet, la théorie de l'assurance souligne l'importance de répartir de manière large les risques, et non pas de les faire supporter par un groupe restreint, qui pourrait de surcroît subir des chocs corrélés. En effet, il existe déjà des mécanismes alternatifs d'assurance mutuelle (octroi de lignes de liquidité), mais ces mécanismes ne jouent pas au sein d'une zone monétaire. Nous avons déjà mentionné le fait que le FMI avait mis en place

⁴⁵ Le secteur officiel comprend les États et leurs agences, les banques centrales, les institutions contrôlées par l'État et les institutions internationales. Dans le cadre d'une analyse économique, les banques qui sont susceptibles d'être renflouées par l'État peuvent également être considérées comme appartenant au secteur public.

en 1999 une ligne de crédit conditionnelle (remplacée en 2009 par la ligne de crédit modulable, avec des critères d'éligibilité, mais sans conditions préalables au décaissement). L'initiative de Chiang Mai, lancée en 2010, est un accord de *swap* multilatéral de devises d'un montant total de 120 milliards de dollars, qui rassemble les dix membres de l'ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*), la Chine, le Japon et la Corée du Sud. Point essentiel, ce schéma implique un mécanisme d'assurance entre pays dotés de devises distinctes, à la différence du schéma européen.

Cela soulève la question de l'avantage comparatif de l'assurance offerte par l'État à un émetteur souverain. L'assurance peut être non contractuelle, spontanée ou *ex post*, comme dans le cas d'un plan de sauvetage, ou contractuelle, dans le cas d'une responsabilité conjointe et solidaire. Les renflouements sont motivés par la crainte que les retombées du défaut du pays surendetté n'affectent le (ou les) sauveur(s). À cet égard, les pays qui sont fortement dépendants les uns des autres au sein d'une zone monétaire sont naturellement plus enclins à fournir une assurance que des pays moins liés. Les dommages collatéraux provoqués par le défaut d'un pays affectent *de facto* les autres pays.

La responsabilité conjointe et solidaire mobilise une garantie plus large. En effet, le défaut d'un pays devient celui de son garant si ce dernier ne respecte pas son obligation vis-à-vis du pays défaillant, et l'intérêt du garant à payer est donc plus fort qu'en l'absence de responsabilité conjointe et solidaire, mais ce mécanisme aggrave aussi la probabilité d'un effet domino.

3|3 Associer solidarité et discipline de marché

INTRODUCTION

Trois propositions associant solidarité et mécanisme de marché ont suscité un large intérêt dans les milieux politiques :

- « *Blue bonds/red bonds* » (Delpla-von Weizsacker, 2010)
- « *Eurobills* » (Hellwig et Philippon, 2011)
- « *European safe bonds* » (groupe Euro-nomics, 2011).

Premier avertissement : ma compréhension des implications de ces propositions étant encore très imparfaite, les considérations ci-dessous doivent donc être lues avec une certaine prudence. Je souhaite surtout susciter la réflexion sur ce sujet. En outre, des analyses plus approfondies devraient prochainement permettre de mieux appréhender ces propositions.

En second lieu, malgré l'importance de ces trois propositions issues du milieu universitaire, il convient de relever l'existence de suggestions institutionnelles similaires. Par exemple, le Conseil allemand d'expertise économique soutient, dans son rapport de novembre 2011, l'idée d'un « Pacte européen de remboursement » comportant les principes suivants : le plafonnement de la dette s'impose aux pays membres, une responsabilité conjointe et solidaire s'applique aux dettes à hauteur de 60 % du PIB et les pays offrent des garanties de paiement (20 % du montant des prêts sont garantis par des réserves de change et les recettes fiscales sont affectées au paiement de la dette).

En 2011, la Commission européenne a envisagé dans un Livre vert différentes possibilités pour introduire des « obligations de stabilité » (*stability bonds*) qui seraient solidairement émises par les États membres et s'accompagneraient d'une supervision budgétaire nettement renforcée. La structure de ces obligations pourrait prendre différentes formes : de l'absence de responsabilité solidaire (chaque État membre est responsable des dettes qui lui incombent) à une responsabilité conjointe et solidaire (chaque État membre est responsable non seulement de ses propres dettes, mais aussi des dettes des autres États en cas de défaut), en passant par un dispositif intermédiaire alliant une absence de responsabilité solidaire et un degré de supériorité et de rehaussement *via* des garanties (rang supérieur des obligations de stabilité, garantie partielle au moyen des réserves d'or ou d'autres actifs, affectation de recettes spécifiques). Enfin, de nombreux responsables politiques européens de premier plan ont élaboré leurs propres propositions⁴⁶.

La proposition du groupe Euro-nomics, d'une part, et celles de J. Delpla et J. von Weizsacker et de C. Hellwig et T. Philippon (responsabilité conjointe

⁴⁶ Une des propositions ayant rencontré le plus d'écho est celle élaborée par Tremonti et Juncker, alors respectivement ministre des Finances de l'Italie et Premier ministre du Luxembourg, et publiée le 5 décembre 2010 dans le Financial Times. Cette proposition, qui aurait permis aux pays membres d'émettre jusqu'à 40 % de leur dette sous forme d'Eurobonds (et jusqu'à 100 % dans les moments difficiles), a été immédiatement rejetée par la France et par l'Allemagne.

et solidaire) d'autre part, prônent différentes formes de solidarité. Dans une certaine mesure, la différence peut s'analyser comme une « solidarité *ex ante* » d'une part (la mutualisation des niveaux de taux d'intérêt entre les pays) et une « solidarité *ex post* » d'autre part (l'obligation pour les pays prospères d'apporter leur soutien aux pays en difficulté et d'assumer une part des pertes sur les dettes de ces derniers). La proposition du groupe Euro-nomics n'implique pas de responsabilité conjointe et solidaire, à l'inverse des deux autres. Comme déjà indiqué, l'objectif de la responsabilité conjointe et solidaire est de renforcer la crédibilité de l'engagement du garant : si le pays n'honore pas sa garantie, il est lui-même en défaut et subit donc un coût bien supérieur aux seules retombées externes du défaut du pays dont il a garanti la dette. En d'autres termes, la responsabilité conjointe et solidaire accroît les capacités de refinancement, mais également les effets de contagion.

PROPOSITIONS IMPLIQUANT UNE RESPONSABILITÉ CONJOINTE ET SOLIDAIRE

Examinons pour commencer les propositions impliquant une responsabilité conjointe et solidaire (J. Delpla et J. von Weizsacker ; C. Hellwig et T. Philippon).

Les « obligations bleues – obligations rouges » proposées par J. Delpla et J. von Weizsacker se présentent comme suit :

« Les pays de la zone euro devraient scinder leur dette souveraine en deux parties. La première partie (les obligations « bleues »), à hauteur 60 % du PIB, serait mutualisée, avec un statut de séniorité et bénéficierait d'une garantie conjointe et solidaire des pays participants. Au-delà du seuil de 60 %, la dette serait émise à un échelon strictement national avec un statut junior (les obligations « rouges »)... Les obligations bleues correspondent à la tranche senior (remboursée avant toute autre dette publique – à l'exception des prêts du FMI qui bénéficient d'une super priorité) de la dette souveraine des pays participant à la zone euro... L'allocation annuelle d'obligations bleues serait déterminée par un conseil de stabilité indépendant composé de membres qui devraient

jouir d'une indépendance professionnelle équivalente à celle des membres du conseil d'administration de la Banque centrale européenne. Cette allocation serait alors ratifiée par les parlements nationaux des pays participants, qui disposent de l'autorité de dernier ressort pour émettre les garanties mutuelles sur les obligations bleues. Tout pays votant contre l'allocation proposée pourrait donc décider de ne pas émettre d'obligations bleues au cours de l'année suivante et de ne garantir aucune obligation bleue émise au cours de cette année.»

C. Hellwig et T. Philippon proposent que la partie sûre de la dette soit émise sous forme d'*Eurobills* (dette mutualisée avec une échéance inférieure à un an); les *Eurobills* bénéficieraient d'une garantie conjointe et solidaire, comme les obligations bleues décrites plus haut. À aucun moment un pays ne pourrait avoir un encours d'*Eurobills* excédant 10 % de son PIB. La possibilité d'émettre des *Eurobills* serait conditionnée à une politique budgétaire viable à long terme. Surtout, les pays ne seraient plus autorisés à émettre individuellement des obligations à court terme. Les *Eurobills* bénéficieraient également d'un traitement prudentiel particulier, en ce qu'ils seraient pour les banques l'actif privilégié permettant de satisfaire les ratios de liquidité Bâle III. Enfin, tous les pays seraient autorisés à participer au programme, ce qui éviterait stigmatisation et désintégration.

Caractéristiques communes

Les deux propositions se fondant sur les logiques économiques exposées plus haut, elles partagent les caractéristiques suivantes⁴⁷:

- aucune ne propose une pleine (et irréaliste) intégration fiscale.
- Se fondant sur le fait que la solidarité implicite qui a prévalu au cours des dix dernières années a conduit au désastre⁴⁸, aucune des propositions ne se prononce pour une solidarité étendue⁴⁹. Elles optent plutôt pour la création d'au moins deux classes de dette : une tranche senior et sûre (respectivement les obligations bleues et les *Eurobills*) et une tranche junior plus risquée (respectivement les obligations

⁴⁷ La description des points communs entre obligations bleues et *Eurobills* vaut également pour la proposition du groupe Euro-nomics (décrite plus loin), qui comporte également une tranche senior sûre et une tranche junior plus risquée, et ne propose pas davantage une pleine intégration. Elle reconnaît de même l'existence de l'aléa moral et partage avec les autres propositions une stratégie reposant sur deux piliers pour y faire face : la discipline de marché doit compléter l'autorité de l'UE. Enfin, elle souligne également la nécessité d'une réforme de la régulation bancaire.

⁴⁸ La perception erronée d'une absence de risque a pu également jouer un rôle.

⁴⁹ Jusqu'au défaut de la Grèce, il existait une solidarité (ou la perception d'une solidarité) de facto.

rouges et la dette à long terme). Toutes deux admettent l'existence de l'aléa moral et de stratégies d'évitement de la stigmatisation. Elles traitent la question de la stigmatisation par le principe d'automatisme et d'intégration de tous les pays de la zone euro dans le système. Pour limiter l'aléa moral, elles en appellent à des mesures complémentaires visant à éviter les excès⁵⁰. À cet égard, elles prennent en compte l'existence d'un double problème de liquidité et de solvabilité, et opèrent donc un compromis entre assurance (offerte par les autres États souverains sur la tranche senior) et discipline de marché (pour la dette excédant 60 % du PIB).

- Les deux approches analysent le bénéfice associé à la prime de liquidité substantielle dont jouissent les obligations les plus sûres, c'est-à-dire le « privilège exorbitant » de payer des taux d'intérêt bas (particulièrement au regard des nouvelles exigences en matière de liquidité de Bâle III et de la forte demande d'actifs sans risque qui en résulte).

- Elles insistent toutes deux sur la réforme de la régulation bancaire afin de rompre le lien entre banques et émetteurs souverains et de réduire le risque de plans de sauvetage nationaux motivés par la nécessité de venir en aide aux banques. Les propositions suggèrent une forte différenciation du traitement prudentiel des tranches junior et senior :

- La tranche sûre bénéficierait d'une pondération zéro et serait acceptée par la BCE pour ses opérations de pension.

- J. Delpla et J. von Weizsacker prônent le traitement prudentiel le plus sévère pour la tranche junior : ils proposent que les banques européennes ne soient pas autorisées à détenir d'obligations rouges et que la BCE ne soit pas autorisée à les accepter en garantie des opérations de pension.

Dans les deux propositions, on suppose que la tranche junior sera détenue par des entités

s'appuyant sur un fort effet de levier, telles que des fonds spéculatifs. Les propositions redoutent à juste titre que la détention de la tranche junior par les banques européennes ne compromette l'engagement européen de ne pas garantir implicitement le remboursement de cette tranche. Il faut toutefois noter qu'aucune solution n'est exempte d'inconvénient : la détention de la tranche junior par des entités extérieures à la zone euro réduit l'incitation des pays membres à mettre en œuvre une stricte discipline et à rembourser cette tranche.

Différences

Au-delà de leurs caractéristiques communes, les propositions de responsabilité conjointe et solidaire de Delpla-von Weizsacker et Hellwig-Philippon présentent quelques différences. Si toutes deux confèrent à la dette garantie (obligations bleues ou *Eurobills*) un statut senior, elles diffèrent quant aux moyens utilisés pour établir cette supériorité : Delpla et von Weizsacker optent pour la voie contractuelle⁵¹, tandis que Hellwig et Philippon considèrent qu'une maturité courte est le seul moyen permettant de garantir la supériorité.

Hellwig et Philippon estiment que l'octroi de garanties sur la dette à long terme favorise la « substitution d'actif » : le pays qui bénéficie de telles garanties est peu incité à entreprendre des réformes, telles que les réformes des retraites, qui améliorent la soutenabilité de la dette. Les deux économistes souhaitent que l'Union européenne puisse surveiller les *spreads* à long terme des pays membres, ce qui exclut l'octroi de garanties à long terme. À l'inverse, le refinancement de la dette à court terme permet aux garants d'exercer une surveillance continue.

Les deux propositions soulignent que l'octroi du statut senior à cette tranche de dette publique se justifie par la volonté d'éviter sa dilution *via* l'émission excessive de dette non garantie sur les marchés financiers internationaux⁵².

50 Ou elles imposent des conditions à l'accès d'un pays à la tranche senior. Ainsi, Delpla et von Weizsacker suggèrent qu'un Comité propose les montants d'obligations bleues pouvant être émis (limités à 60% du PIB) et que cette proposition soit ensuite ratifiée par tous les parlements.

51 Ce qui est, en pratique, assez complexe : établir un principe de priorité pour les dettes souveraines pourrait exiger d'importantes évolutions juridiques.

52 Les prêts consentis par le FMI bénéficient habituellement du statut senior. La possibilité pour les crédits du FESF de bénéficier d'un tel statut fait débat. Dans le cadre du premier plan de sauvetage de la Grèce, début 2010, seuls les prêts du FMI en bénéficiaient, le FESF étant pari passu avec les autres créanciers. Gros (2010) critique l'idée d'une réforme tendant à octroyer un statut senior (mais subordonné aux prêts du FMI) aux prêts consentis par l'Europe dans le cadre du plan de sauvetage au motif que cela pourrait dissuader le secteur privé de financer les pays en difficulté ; il affirme que la dette de court terme doit être rééchelonnée ; enfin il lui paraît peu probable que la BCE puisse négocier ex post un privilège de priorité au profit de son portefeuille de dette souveraine, qui est considérable.

DISCUSSION

Ces propositions envisagent une gamme limitée d'instruments et ne constituent donc pas à elles seules une stratégie globale permettant de refonder la zone euro, de l'aveu même de leurs auteurs. Quelques réserves peuvent toutefois être formulées : les unes relatives à la capacité de ces suggestions à résoudre la crise actuelle, les autres aux contraintes liées à un environnement stabilisé.

Court terme/transition

Le problème des subventions croisées : les modèles standards de fourniture de liquidité et de partage des risques supposent qu'un accord ne peut être trouvé que sous couvert du « voile de l'ignorance » ; mais cette hypothèse n'est pas réaliste dans le contexte étudié ici et le soupçon d'un subventionnement des pays du Sud de l'Europe par les pays du Nord pourrait faire échec aux efforts entrepris pour obtenir un consensus sur ces propositions⁵³. C'est un point majeur : en effet, une fois le voile de l'ignorance levé, les pays bien portants n'ont aucune raison d'accepter d'autres obligations que celles, implicites, qui résultent des retombées externes. En d'autres termes, l'intérêt bien compris des pays en bonne santé n'est pas d'accepter une responsabilité conjointe et solidaire, même s'ils comprennent qu'il peut être de leur intérêt d'offrir un certain degré de solidarité *ex post* pour éviter les retombées d'un défaut souverain ; par ailleurs, un transfert *ex ante* des pays en difficulté vers les pays en bonne santé, pour les indemniser de la responsabilité future et les inciter à l'accepter, est exclu dans la mesure où ce transfert aggraverait l'endettement des pays concernés et serait donc payé en monnaie de singe.

Une responsabilité conjointe et solidaire peut se développer plus naturellement dans un environnement dans lequel les pays demeurent « sous le voile de l'ignorance » et ne sont donc pas nécessairement réticents à souscrire des engagements risqués pour mettre en place une assurance mutuelle. Actuellement, la réalité est que l'Allemagne paiera la note. Toute proposition de réforme se doit donc de répondre à la question : qu'est-ce que l'Allemagne peut y gagner ?

Refinancement de la dette risquée (No free lunch) : comme les auteurs l'admettent, la création d'une tranche sûre

implique que le solde de la dette est plus risqué que ne l'était précédemment l'ensemble de la dette, ce qui crée un problème à court terme : comment refinancer ce solde ? Le refinancement de la dette souveraine s'avère actuellement difficile, mais il le serait sans doute encore plus dans le cadre de ces nouveaux schémas, à moins d'un défaut sur la dette existante ou si la dette y afférente est, à la différence des dettes nouvellement émises, considérée comme « restructurable ». La proposition Eurobills de Hellwig-Philippon prévoit de substituer la dette court-terme existante par les Eurobills ; dans cette configuration, le rang de priorité de la dette à long terme reste le même et les *spreads* long terme pourraient même diminuer légèrement si les *spreads* court terme baissaient grâce à la responsabilité solidaire. Mais cette stratégie de substitution limite le champ d'application possible des programmes d'Eurobills.

Aspects juridiques : les deux propositions s'articulent autour des clauses standards stipulant l'égalité des créanciers. La mise en place d'une tranche senior et d'une tranche junior offre la possibilité d'un défaut sélectif ; ce qui pourrait donner lieu à un contentieux lorsque les contrats existants contiennent une clause *pari passu* ou toute autre disposition stipulant l'égalité des créanciers. Certes, les pays européens, à la différence des pays émergents, émettent une part importante de leur dette souveraine en obligations régies par le droit local, ce qui peut faciliter un défaut sélectif. La question reste toutefois entière pour la fraction de la dette émise sous forme d'obligations régies par une législation étrangère. Cette question pourrait être encore plus préoccupante à l'avenir, en cas de défaut d'un nouveau pays européen, et compliquerait l'émission d'obligations souveraines régies par le droit national.

Un environnement stabilisé

Contrainte budgétaire lâche : les deux propositions supposent que la nécessité d'émettre la tranche junior aux conditions de marché obligera les pays membres à se discipliner, et qu'une clause de non-renflouement garantira que la tranche junior ne fera pas l'objet d'un plan de sauvetage. Toutefois, une institution telle que le FESF n'était pas supposée exister, pas plus que la BCE n'était supposée racheter la dette des pays européens en difficulté. Les propositions affirment que la situation devrait être différente cette fois parce que les banques

53 Les analyses qui suivent sont reprises de Tirole (2012).

européennes ne seraient pas autorisées à détenir la part risquée de la dette souveraine, ce qui réduirait l'intérêt de renflouer un pays en difficulté (cf. notamment l'analyse de ce point dans Delpla-von Weizsacker). De même, pour renforcer la portée des incitations, les deux propositions ouvrent la possibilité d'une sortie du système, par exemple au moyen d'un vote du parlement et, pour Hellwig-Philippon, au moyen du paiement d'un droit de sortie. Le parlement finlandais, par exemple, pourrait ainsi décider que les efforts de certains pays membres ne sont pas suffisants et sortir du système. Ce mécanisme introduirait une discipline similaire à la discipline de marché, aux dépens toutefois de la solidarité et de la stabilité.

Effet domino et absence de gestion du coussin de sécurité : les deux propositions se fondent sur une solidarité *ex post*. Actuellement, l'éventualité d'une responsabilité conjointe et solidaire commence à susciter des craintes quant à la qualité des obligations allemandes elles-mêmes. Officialiser cette responsabilité pourrait accélérer le processus. De plus, la responsabilité conjointe et solidaire, comme la mutualisation des coûts, soulève la question de l'effet boule de neige associé au rétrécissement de l'assiette fiscale. Lorsque plusieurs pays font défaut, les autres pays sont plus fortement tentés de faire défaut eux-mêmes, ou encore de quitter le système, ce qui a pour effet de le détruire.

De même, les deux schémas sont essentiellement conçus du point de vue des pays les plus prodigues, leur offrant un « mix » d'assurance et de responsabilité. Mais les pays en bonne santé pourraient avoir à garantir des montants considérables de dette souveraine si un grand pays ou plusieurs petits pays de la zone euro se trouvaient simultanément en difficulté. L'analogie avec les systèmes de paiements de gros montants peut être, ici, parlante. Ces systèmes, lorsqu'ils prévoient la mise en œuvre de lignes de crédit réciproques, nécessitent des garanties suffisantes pour éviter des perturbations en cas de faillite d'une banque⁵⁴. À l'inverse, un prêteur de dernier ressort est censé couvrir de multiples faillites bancaires.

S'agissant de la zone euro, les deux propositions, en se concentrant sur les mauvais élèves, laissent de côté le fait que l'Allemagne elle-même pourrait ne pas être suffisamment bien préparée à remplir son rôle d'assureur. D'une certaine manière, soit il convient de

superviser l'Allemagne pour qu'elle devienne « super solvable », soit il convient de mettre en place une deuxième ligne de défense, impliquant des acteurs extérieurs à la zone euro : une importante ligne de crédit du FMI ou une dévaluation mise en œuvre par la BCE, avec tous les risques que cela implique.

3|4 La proposition de restructuration de la dette souveraine

Examinons enfin, la proposition du groupe Euro-nomics, qui est assez différente des deux autres. L'idée est la suivante⁵⁵ :

« Une agence européenne de la dette achèterait sur le marché secondaire environ 5 500 milliards d'euros de dette souveraine (soit 60 % du PIB de la zone euro). Le poids de la dette de chaque pays correspondrait à sa contribution au PIB de la zone. De ce fait, chaque euro de dette souveraine au-delà du seuil de 60 % du PIB devrait être échangé sur un marché obligataire unique, où les prix refléteraient le risque souverain réel, adressant un signal pertinent au gouvernement des pays concernés. Pour financer l'acquisition des 5 500 milliards d'euros de dettes obligataires, l'agence de la dette émettrait deux types d'obligations. Les premières, les « ESBies » (European safe bonds) bénéficieraient d'un accès prioritaire aux flux de paiement (en intérêt et en principal) des obligations souveraines détenues par l'agence. Les obligations du second type recevraient le solde – elles seraient donc plus risquées et seraient susceptibles d'essuyer des pertes en cas de défaut d'un ou plusieurs pays de la zone. La régulation bancaire européenne et la politique de la BCE seraient ajustées de sorte que les banques soient encouragées à souscrire les ESBies, sans risque, plutôt que de la dette souveraine risquée... S'agissant d'une simple restructuration de la dette existante, [les ESBies] n'exigent aucun financement supplémentaire des États membres. Elles ne font pas appel à la responsabilité solidaire : si un État membre fait défaut, la tranche junior subira la perte correspondante. »

Il convient de noter qu'il n'y a pas d'émission solidaire et qu'il n'est pas nécessaire de modifier les traités existants. Pour encourager la demande d'ESBies, le groupe Euro-nomics propose que les ESBies soient considérées comme un actif sans risque pour la régulation bancaire et les décotes

54 Cf. Rochet-Tirole (1996) pour une description du système CHIPS et de systèmes similaires

55 Cf. Vox-EU : « ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture »

de la BCE. À l'inverse, le traitement des obligations nationales dépendrait désormais de leur notation : les obligations souveraines notées AAA seraient toujours considérées comme parfaitement sûres, mais en règle générale les obligations souveraines ne seraient plus considérées comme des actifs sans risque. Ce mécanisme inciterait les banques de la zone euro à détenir essentiellement des ESBies, plutôt que des obligations d'État risquées.

Pour émettre les ESBies, une « Agence européenne de la dette » ou AED achèterait les dettes nationales au prix du marché secondaire et les reconditionnerait. Le groupe Euro-nomics considère que le secteur privé ne serait pas en mesure d'effectuer aussi efficacement ce reconditionnement de la dette d'un grand nombre de pays : il peinerait à mettre en œuvre la même échelle et le même degré de standardisation que l'AED. Le secteur privé éprouverait également des difficultés à standardiser les émissions d'ESBies dans le temps et à assurer un programme régulier d'émissions d'ESBies et d'obligations junior de même composition avec des échéances différentes.

L'objectif essentiel des ESBies est donc de permettre à l'Italie et à l'Espagne de profiter de la prime de sécurité associée à un actif sûr libellé en euros – et cette prime est élevée dans le contexte de crise actuel. La valeur ajoutée des ESBies est de créer un actif liquide, abondant et fortement standardisé. Le groupe propose également de renforcer les ESBies (mais pas les obligations junior) au moyen d'un rehaussement de crédit limité (capital de l'AED libéré par les pays membres). Ce mécanisme permettrait une répartition uniforme du risque résiduel entre les différentes cohortes d'ESBies, renforçant leur homogénéité et leur liquidité. La probabilité d'un recours au rehaussement de crédit serait faible, mais les montants en jeu sont toutefois bien supérieurs à ce que des entités privées peuvent offrir. Notons que les obligations juniors ne bénéficieraient pas de ce rehaussement de crédit.

4 | CONCLUSION

L'objectif de cet article était d'identifier les réformes institutionnelles à long terme susceptibles de

restaurer la viabilité de la zone euro. Parce que le voile de l'ignorance a été levé et que les pays membres de la zone euro possèdent chacun des cultures et des institutions qui leurs sont propres, la perspective de subventions croisées importantes et identifiées paralyse toute solidarité entre les pays. Pour cette raison, et aussi en raison de la crainte de l'aléa moral, l'intégration budgétaire ou l'émission d'euro-obligations à part entière sont peu probables. À défaut, les pays européens doivent tirer les leçons de l'échec du Pacte de stabilité et de croissance. Les pays membres doivent accepter de perdre un peu de leur souveraineté dans deux domaines : ils doivent déléguer certaines compétences à des conseils de politique budgétaire indépendants et, le moment venu, accepter une plus grande ingérence dans la gestion de leur économie. Une discipline accrue permettra à l'avenir une solidarité plus étendue.

Si l'Europe adopte progressivement des règles visant à l'équilibre effectif des budgets, beaucoup reste à faire pour les appliquer. Une des faiblesses des règles d'or est qu'elles rendent mal compte des efforts entrepris par un pays pour développer sa compétitivité à long terme. Les mesures de réduction de la dette des pays surendettés et de contrôle des déficits sont insuffisantes si les pays concernés continuent d'enregistrer un fort déficit de leur balance des paiements. La recherche économique devrait s'intéresser davantage à un suivi comptable efficace de la soutenabilité de la dette souveraine.

Nous n'avons pas formellement évoqué le rôle éventuel de la banque centrale dans la monétisation indirecte de la dette souveraine. Une des réussites des dernières décennies a été la maîtrise de l'inflation, et un retour à l'inflation, même temporaire, constituerait un échec. Un tel retour deviendra toutefois inévitable si la crise de la dette souveraine s'étend aux grands pays européens. En d'autres termes, la BCE devra alors offrir son soutien en qualité de prêteur en dernier ressort à encore plus grande échelle qu'elle ne le fait actuellement. Il faut toutefois espérer que les réformes institutionnelles en cours interviendront suffisamment rapidement pour restaurer la confiance en Europe et stopper le phénomène de contagion, et, si elles ne suffisaient pas à le stopper, pour garantir que le recours à l'inflation soit un « événement exceptionnel ».

BIBLIOGRAPHIE

Allen (F.), Carletti (E.) et Corsetti (G.), eds. (2011)

Life in the eurozone with or without default, FIC Press
Wharton Financial Institutions Center

Bénabou (R.) et Tirole (J.) (2011)

Laws and norms, polycopié, Princeton et TSE

Blanchard (O.) (2007)

Adjustment within the euro: the difficult case of Portugal,
Portuguese Economic Journal, 6-1, p.1-22

Blanchard (O.) et Giavazzi (F.) (2003)

Improving the SGP through a proper accounting of public investment, *CEPR Discussion Paper* n° 4220

Bohn (H.) et Inman (R.) (1996)

Balanced-budget rules and public deficits: evidence from the United States, *Carnegie-Rochester Series on Public Policy* 45: p.13-76

Bolton (P.), Freixas (X.) et Shapiro (J.) (2011)

The credit ratings game, *Journal of Finance*, à paraître

Bolton (P.) et Samama (F.) (2010)

Contingent capital and long term investors: a natural match?, *Economic Policy*, à paraître

Bolton (P.) et Skeel (D.) (2004)

Inside the black box: how should a sovereign bankruptcy framework be structured?, *Emory Law Journal*, 53: p.761-841

Calvo (G.) (1988)

Servicing the public debt: the role of expectations,
American Economic Review, 78: p.647-661.

Coffee (J.) Jr (2007)

Gatekeepers: the professions and corporate governance,
Oxford University Press

Commission européenne (2011)

Green paper on the feasibility of introducing stability bonds, 23 novembre

De Grauwe (P.) (2011a)

The governance of a fragile eurozone, document de travail

De Grauwe (P.) (2011b)

Financial assistance in the euro zone: why and how?
CES-ifo Dice Report, volume 9, n° 3, p. 26-30

Delpla (J.) et von Weizsacker (J.) (2010)

The blue bond proposal, Bruegel Policy Brief 420

Debrun (X.) et Takahashi (K.) (2011)

Independent fiscal councils in continental Europe: old wine in new bottles?, *CES-ifo Dice Report*, volume 9, n° 3, p. 44-49

Dewatripont (M.), Rochet (J.C.) et Tirole (J.) (2010)

Balancing the banks: global lessons from the financial crisis, Princeton University Press

Euro-nomics group - Brunnermeier (M.), Garicano (L.), Lane (P.), Pagano (M.), Reis (R.), Santos (T.), Van Nieuwerburgh (S.) et Vayanos (D.) (2011)

ESBies: a realistic reform of Europe's financial architecture, VoxEU.org, 25 octobre

Farhi (E.), Gopinath (G.) et Itskhoki (O.) (2011)

Fiscal devaluation, polycopié, Harvard University

Gros (D.) (2010)

The seniority conundrum: bail out countries but bail in private short-term creditors?, VoxEU.org, 5 décembre

Hannoun (H.) (2011)

Sovereign risk in bank regulation and supervision: where do we stand?, Financial Stability Institute High-Level Meeting, Abu Dhabi, UAE, polycopié, Banque des Règlements Internationaux, 26 octobre

Hellwig (C.) et Philippon (T.) (2011)

Eurobills, not eurobonds, VoxEU.org, 2 décembre

Henning (R.) et Kessler (M.) (2012)

Fiscal federalism: US history for architects of Europe's fiscal union, document de travail 12.1, Peterson Institute for International Economics

Hertig (G.) (2012)

Governments as stakeholders of last resort, présentation IAST, 3 février

Maskin (E.) et Tirole (J.) (2008)

"Public-private partnerships and government spending limits", *International Journal of Industrial Organisation*, vol. 26, n° 2, p. 412-420

Novy-Marx (R.) et Rauh (J.) (2009)

"The liabilities and risks of state-sponsored pension plans", *Journal of Economic Perspectives*, 23: p.191-210

Poterba (J.) et von Hagen (J.), eds. (1999)

Fiscal institutions and fiscal performance, University of Chicago Press

Reinhart (C.) et Rogoff (K.) (2009)

This time is different: eight centuries of financial folly, Princeton University Press

Rochet (J. C.) et Tirole (J.) (1996a)

"Interbank lending and systemic risk", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, n° 4, p. 733-762

Rochet (J. C.) et Tirole (J.) (1996b)

"Controlling risk in payment systems", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, n° 4, p. 832-862

Rogoff (K.) (2011)

"A cure for fiscal failure?", www.project-syndicate.org, 1^{er} avril

Summers (L.) (2011)

"The world must insist that Europe act", Op-ed, *The Financial Times*, 18 septembre

Tirole (J.) (2003)

"Inefficient foreign borrowing: a dual-and common-agency perspective", *American Economic Review*, vol. 93, n° 5, p. 1678-1702

Tirole (J.) (2012)

"Country solidarity, private sector involvement and the contagion of sovereign crises", en préparation

von Hagen (J.) (2010)

"The scope and limits of fiscal councils", document de travail, Université de Bonn.

Wren-Lewis (S.) (2011)

"Fiscal councils: the UK office for budget responsibility", *CES-ifo Dice Report*, volume 9, n° 3, p. 50-53