



Réponse des autorités françaises

CONSULTATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE

Réponse au livre vert de la Commission européenne sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité

Contribution des autorités françaises

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

L'émission de titres communs existe déjà de manière ponctuelle et encadrée à travers la BEI ainsi que le FESF et prochainement le MES. Donner à des obligations de stabilité commune à la zone euro une portée générale impliquerait l'acceptation de possibles transferts de ressources vers un pays en difficulté (en cas d'appel de la garantie ou pour éviter un appel en garantie). La mutualisation des dettes apparaît ainsi susceptible de générer un aléa moral important, en particulier pour les pays les plus vulnérables qui doivent mettre en œuvre les réformes structurelles les plus ambitieuses. Un engagement trop précoce vers des obligations de stabilité pourrait dès lors compromettre les transformations structurelles à l'œuvre en zone euro et le retour à une gestion vertueuse des finances publiques qui doivent demeurer prioritaires, et qui sont une condition préalable à une convergence des économies européennes avant toute éventuelle émission commune.

Les obligations de stabilité pourraient toutefois être introduites et être adoptées à l'unanimité des participants et seulement à l'issue de la validation d'un ensemble de conditions préalables, de nature économique (réduction de l'hétérogénéité actuelle des situations économiques et de finances publiques en zone euro), institutionnelle (renforcement de l'intégration budgétaire sur le modèle des évolutions en cours suite aux autres propositions de la Commission du 23 novembre et aux conclusions du Sommet européen du 9 décembre) et juridique (assurer pleinement la garantie conjointe et solidaire des États membres participants). Une alternative serait également d'autoriser les États membres à accéder à ce dispositif dès lors qu'ils auront rempli un certain nombre de critères prenant en compte toutes ces dimensions (l'admission des États au sein du dispositif ne pouvant toutefois résulter de manière automatique du seul respect de critères fixés ex ante comme ce fut le cas pour l'admission des États au sein de la

zone euro). Cette convergence serait garantie par la mise en œuvre satisfaisante d'une surveillance macroéconomique et budgétaire plus stricte entrant en vigueur dès à présent.

Une stricte convergence budgétaire pourrait cependant poser des problèmes de capacité à absorber des chocs macroéconomiques (surtout s'ils sont asymétriques) et renvoie à la question complexe de la bonne articulation entre le budget de l'UE et celui des pays de la zone euro.

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

A moyen terme et à l'issue d'un processus de convergence tel que rappelé au paragraphe 1, l'introduction d'obligations de stabilité serait de nature à renforcer la stabilité financière de la zone euro.

La création d'un marché unifié de la dette souveraine européenne serait porteuse de gains conséquents en termes d'efficacité économique pour la zone euro. L'unification du marché européen des dettes souveraines accroîtrait l'attractivité de la zone euro pour les investisseurs en leur offrant la perspective d'un marché de titres de haute qualité nettement plus profond et donc plus liquide que les marchés de dettes nationaux existant à l'heure actuelle en zone euro. Ce gain de liquidité permettrait aux États membres de bénéficier de coûts de financement plus faibles en moyenne, ce qui améliorerait les perspectives d'investissement et de croissance de l'économie européenne. Dans ces conditions, l'euro en sortirait renforcé et deviendrait de manière encore plus claire qu'aujourd'hui et au même titre que le dollar – lequel bénéficie de la profondeur et de la liquidité exceptionnelles du marché des *Treasuries* – une monnaie de réserve internationale incontournable.

3. Les modalités techniques de construction d'un marché euro-obligataire posent la question de la segmentation du marché de la dette.

L'introduction d'euro-obligations poserait la question de la segmentation du marché de la dette. Parmi les propositions de la Commission, seule l'option 1 (marché euro-obligataire sur l'ensemble de la dette après une convergence des États membres, sous garantie conjointe et solidaire de tous les participants) permettrait d'éviter cet écueil. En effet, la mise en œuvre des options 2 et 3 à court terme conduirait à segmenter durablement le marché de la dette en « juniorisant » une partie de la dette émise par les États (celle non couverte par la garantie des autres États membres) dans un contexte actuel de forte hétérogénéité des situations macroéconomiques et budgétaires. Une telle segmentation conduirait à aggraver les tensions que connaissent actuellement certains États membres, qui devraient financer une partie de leur dette à des taux encore plus élevés, et à dégrader la note des « dettes rouges » non couvertes par l'émission commune.

Ainsi, plus généralement, la question de la segmentation du marché de la dette apparaît comme l'un des risques les plus importants et doit donc être très soigneusement étudiée.

4. Il existe en pratique un arbitrage entre efficacité économique de la solution choisie et simplicité de sa mise en œuvre.

Si une solution de type option 1 serait économiquement la plus efficace, en particulier en termes de suppression de la contrainte de liquidité pour les États membres les plus fragiles et de création d'un marché très profond comparable au marché américain, elle est cependant juridiquement la plus exigeante, à la fois en termes de mise en œuvre pratique, mais surtout pour limiter le risque d'aléa moral. Elle impliquerait que l'étape préalable de convergence rappelée au paragraphe 1 soit menée de manière très stricte. En particulier, elle devrait être assortie d'une surveillance macroéconomique et budgétaire stricte, et d'un mécanisme de redistribution des gains en faveur des États membres les plus vertueux (par exemple avec la mise en place d'un système de bonus/malus) afin de les inciter à participer.

Par ailleurs, de nombreuses questions techniques, comme par exemple celle de l'opportunité de créer une agence centralisée de la dette européenne plutôt qu'un réseau d'agences nationales sur le modèle de l'Eurosystème, restent en tout état de cause à expertiser.

5. Au vu de la complexité du sujet, la réflexion doit être poursuivie.

Les autorités françaises invitent en ce sens la Commission à approfondir le débat, y compris avec les académiques qui ont pu se saisir du sujet