

Possibilité d'introduire des obligations de stabilité

2012/2028(INI) - 23/11/2011 - Document de base non législatif

OBJECTIF : lancer un débat sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité (Livre vert de la Commission).

CONTEXTE : le débat sur l'émission commune d'obligations souveraines a considérablement évolué depuis le lancement de l'euro. Initialement, la justification de l'émission commune était principalement axée sur les avantages du renforcement de l'efficacité du marché grâce à une liquidité accrue sur le marché des obligations souveraines de la zone euro et dans l'ensemble du système financier de la zone euro.

Plus récemment, **avec l'intensification de la crise de la dette souveraine, le centre du débat s'est déplacé vers les aspects liés à la stabilité.** Dans ce contexte, [le Parlement européen](#) a invité la Commission à étudier la faisabilité de l'émission commune dans le cadre de l'adoption du paquet législatif sur la gouvernance économique de la zone euro, en soulignant que l'émission commune d'obligations de stabilité exigerait également de progresser vers une politique économique et budgétaire commune.

L'émission d'obligations souveraines dans la zone euro s'effectue actuellement de manière décentralisée par les États membres, à l'aide de diverses procédures d'émission. L'introduction d'obligations de stabilité émises de manière commune signifierait **une mise en commun des émissions souveraines entre les États membres et le partage des flux de revenus et des charges d'emprunt associés.** Cela aurait nécessairement des implications pour la souveraineté budgétaire, ce qui requiert un débat de fond dans les États membres de la zone euro.

CONTENU : le Livre vert évalue la faisabilité de l'émission commune d'obligations souveraines (l'émission commune) parmi les États membres de la zone euro ainsi que les conditions requises.

1) Principaux avantages concernant l'émission commune : selon le Livre vert, l'émission conjointe d'obligations de stabilité par les États membres de la zone euro présente des avantages potentiels importants :

- la perspective des obligations de stabilité pourrait permettre **d'apaiser la crise actuelle de la dette souveraine**, car les États membres à haut rendement pourraient bénéficier de la forte solvabilité des États membres à faible rendement ;
- les obligations de stabilité permettraient au système financier de la zone euro de **mieux résister aux chocs défavorables** à venir et de renforcer ainsi la stabilité financière ;
- le **système bancaire de la zone euro** bénéficierait de la disponibilité des obligations de stabilité ;
- les obligations de stabilité permettraient également : i) de faciliter la transmission de la politique monétaire de la zone euro ; ii) de promouvoir **l'efficacité du marché des obligations souveraines de la zone euro** et de l'ensemble du système financier de la zone euro ; iii) de faciliter les investissements de portefeuille en euro et de favoriser un **système financier mondial plus équilibré**.

2) Conditions préalables : l'introduction d'obligations de stabilité comporte également des enjeux conséquents. Ils devront être abordés de manière convaincante si l'on souhaite en tirer tous les bénéfices et éviter tous les effets nocifs potentiels.

Il conviendra notamment de définir **un cadre suffisamment solide de discipline budgétaire et de compétitivité économique** à l'échelon national, ainsi qu'un **contrôle plus intrusif des politiques budgétaires nationales par l'UE**, en particulier pour les options assorties de garanties conjointes et solidaires, dans le but de :

a) Limiter l'aléa moral entre les États membres de la zone euro : les obligations de stabilité ne doivent pas entraîner une diminution de la discipline budgétaire au sein des États membres de la zone euro. L'émission d'obligations de stabilité, du fait de l'affaiblissement éventuel qu'elle peut entraîner au niveau de la discipline de marché, nécessiterait un remaniement profond du cadre de gouvernance économique au sein de la zone euro. Il conviendrait d'adopter des mesures de protection supplémentaires visant à assurer la viabilité à long terme des finances publiques. Lesdites mesures devraient non seulement être axées sur la discipline budgétaire mais aussi sur la compétitivité économique.

b) Soutenir la qualité du crédit des obligations de stabilité : les obligations de stabilité doivent être conçues et émises de sorte que les investisseurs les considèrent comme un investissement très sûr. La notation de crédit des obligations de stabilité dépendrait essentiellement de la **qualité du crédit** des États membres participants et de la **structure de garantie sous-jacente** (conjointe et solidaire ou solidaire).

Dans certaines de leurs formes, les obligations de stabilité signifieraient que les États membres disposant d'une notation de crédit inférieure à la moyenne pourraient obtenir des frais de financement moindres tandis que les États membres bénéficiant déjà d'une notation de crédit élevée pourraient encourir des pertes nettes si les effets de la mutualisation du risque dominaient les effets positifs de la liquidité.

Par conséquent, le soutien des obligations de stabilité auprès des États membres qui bénéficient déjà d'une notation AAA nécessiterait la garantie d'une qualité de crédit tout aussi élevée en ce qui concerne le nouvel instrument de façon à ce que les coûts de service de leurs dettes n'augmentent pas.

c) Garantir la sécurité juridique et assurer la cohérence avec le traité de l'UE : la cohérence avec le traité de l'UE serait indispensable pour réussir l'introduction d'obligations de stabilité.

L'émission d'obligations de stabilité avec des garanties conjointes et solidaires déboucherait a priori sur une situation de violation de l'interdiction de renflouement des États membres prévue dans le traité. Dans ce cas, un amendement au traité s'avérerait nécessaire.

L'émission d'obligations de stabilité avec des garanties solidaires mais non conjointes serait possible avec les dispositions existantes du traité.

Il serait également nécessaire de modifier le traité si on envisageait un cadre de gouvernance économique de la zone euro beaucoup plus intrusif.

3) Options pour l'émission d'obligations de stabilité : de nombreuses options ont été proposées pour l'émission d'obligations de stabilité, en particulier depuis le début de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Toutefois, ces options peuvent généralement se classer en **trois grandes approches**, en fonction du degré de substitution des émissions nationales (complète ou partielle) et de la nature de la garantie sous-jacente (conjointe et solidaire ou solidaire) impliquée. Ces trois grandes approches sont :

Approche n° 1 - Substitution complète de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires : selon cette approche, le financement public dans la zone euro serait entièrement couvert par l'émission d'obligations de stabilité, tandis que l'émission nationale serait abandonnée.

Cette approche serait plus efficace pour offrir les avantages liés à l'émission d'obligations de stabilité. Dans le même temps, cette approche impliquerait le risque d'aléa moral le plus élevé. Les États membres pourraient effectivement profiter gratuitement de la discipline des autres États membres, sans aucune implication sur leurs coûts de financement. De plus, avec cette approche, il conviendrait de définir le périmètre de la dette publique devant être émise sous forme d'obligations de stabilité.

Approche n° 2 - Substitution partielle de l'émission nationale par l'émission d'obligations de stabilité, avec des garanties solidaires et conjointes : avec cette approche, l'émission d'obligations de stabilité serait étayée par des garanties solidaires et conjointes, mais ne remplacerait qu'une part limitée de l'émission nationale.

Les critères spécifiques permettant de déterminer les proportions relatives des obligations de stabilité et de l'émission nationale constitueraient un problème clé dans cette approche. Les principales options à cet égard sont examinées dans le Livre vert. La crédibilité du plafond de l'émission d'obligations de stabilité constituerait une autre considération clé.

Cette approche en matière d'émission des obligations de stabilité est moins ambitieuse que l'approche de la complète substitution des émissions nationales et procure de ce fait moins d'avantages sur les plans économique et financier. D'autre part, les conditions préalables à l'émission des obligations de stabilité relevant de cette approche seraient légèrement moins contraignantes.

Approche n° 3 - Substitution partielle des émissions nationales par les émissions des obligations de stabilité assorties de garanties solidaires mais non conjointes : dans cette approche, les obligations de stabilité ne remplaceraient aussi que partiellement les émissions nationales et seraient soutenues par des garanties proportionnelles des États membres de la zone euro.

Cette approche donnerait moins d'avantages que l'émission conjointe mais nécessiterait aussi le respect d'un nombre moins grand de conditions préalables. La question essentielle concernant cette approche serait la nature de la garantie sous-jacente à l'obligation de stabilité. En l'absence d'un rehaussement de crédit quel qu'il soit, la qualité du crédit d'une obligation de stabilité soutenue par des garanties solidaires mais non conjointes, pourrait tout au plus revêtir la qualité moyenne (pondérée) du crédit des États membres de la zone euro. Pour renforcer l'acceptation des obligations de stabilité dans le cadre de cette approche, la qualité des garanties sous-jacentes pourrait être rehaussée.

4) Mise en œuvre : étant donné que le champ d'application, l'ambition et la durée de mise en œuvre requise diffèrent selon les trois approches, celles-ci pourraient aussi être combinées.

Il faut noter que les diverses options imposeraient, entre autres, des **différences de calendrier** de mise en œuvre du fait de la disparité des niveaux de changement requis dans le Traité de l'UE (TFUE).

- L'approche n° 1 est la plus ambitieuse, car elle donnerait les meilleurs résultats en termes d'intégration de marché et de renforcement de la stabilité mais elle pourrait exiger une durée de mise en œuvre considérable. C'est aussi celle qui imposerait le plus de changements et de préparations administratives au Traité, tant à cause de l'introduction des obligations conjointes en tant que telle qu'en raison du renforcement simultané de la gouvernance économique.
- L'approche n° 2 nécessiterait également un calendrier très long.
- En revanche, l'approche n° 3 semble accessible sans apporter de changements importants au Traité, ce qui raccourcit le calendrier de mise en œuvre.

Les recommandations et les conclusions du présent document restent **de nature exploratoire**. La liste des questions à prendre en considération n'est pas nécessairement exhaustive. En outre, de nombreux bénéfices et enjeux potentiels ne sont présentés qu'en termes qualitatifs. Une quantification détaillée de

ces divers aspects serait intrinsèquement complexe et exigerait davantage d'analyses et de données de part et d'autre. **Les problèmes à résoudre ou les décisions à prendre sont souvent identifiés, mais demeurent entiers.**

Il est donc indispensable d'obtenir davantage de travaux d'analyse et de consultations pour faire progresser cette question. La Commission sollicitera l'opinion de toutes les parties concernées, ainsi que le conseil d'autres institutions. Sur la base de ces commentaires, **la Commission fera part de son point de vue quant à la voie à suivre avant mi-février 2012.**