

# RENDEZ-VOUS EUROPE UNE RÉFORME DE LA ZONE EURO EST-ELLE ENCORE POSSIBLE ?

PAOLA MONPERRUS-VERONI

11 décembre 2018

EVERGREEN

ÉTUDES ÉCONOMIQUES  
GROUPE

---

# UNE RÉFORME DE LA ZONE EURO EST-ELLE ENCORE POSSIBLE ?

RENDEZ-VOUS EUROPE

- 1 | POURQUOI UNE NOUVELLE RÉFORME?
- 2 LE DÉFI : RÉDUIRE LES CLIVAGES
- 3 LA RÉFORME SUR LA TABLE



# COMMENT L'UEM FONCTIONNAIT AVANT LA CRISE

## MAASTRICHT : LES FONDEMENTS INSTITUTIONNELS

1. Une seule **politique monétaire** pour toute la zone (niveau central, BCE) : en charge de la régulation du cycle macroéconomique d'ensemble (des chocs symétriques)
2. **Politiques budgétaires** (niveau national) chargées de la régulation conjoncturelle des chocs asymétriques : politique budgétaire encadrée (déficit : 3 %, cible de dette indicative de 60 %). En principe, marges suffisantes pour mener des politiques de stabilisation et assurer soutenabilité des dettes
3. **Chacun responsable de sa dette** (clause de non-renflouement) et interdiction de financement monétaire des dépenses publiques
4. La **dette privée** n'est qu'une question macro prudentielle à gérer par les banques centrales nationales

1

## CE QU'ON A SOUS-ESTIMÉ LA CRISE A RÉVÉLÉ QUE :

Les institutions de l'UEM avaient été créés sur le principe qu'aucun souverain de la zone n'aurait jamais eu besoin d'assistance financière, les règles budgétaires devaient suffire et l'union permettait une homogénéisation apparente du risque.

L' article 123 du TFEU interdit le financement monétaire et le renflouement d'un Etat membre de la part de la BCE

L'article 125 du TFEU interdit la prise en charge des obligations financières d'un Etats membre par l'Union européenne ou par d'autres Etats membres

**Si on ne peut pas renflouer un état, il faut prévoir un défaut, mais aucune procédure ordonnée de défaut n'avait été prévue**

Les marchés ont crû au renflouement (ne pas perdre la face, risque de contagion, banques otages)

La clause de **non-renflouement non crédible** (car trop coûteux pour tous de laisser un État faire défaut sur sa dette)

Inquiétudes sur les niveaux de dette publique en **l'absence d'un « prêteur en dernier ressort »** => équilibres multiples

Cela conduit à des **ajustements budgétaires pro-cycliques** : réduction des dépenses publiques au moment où elles sont les plus utiles pour soutenir la croissance

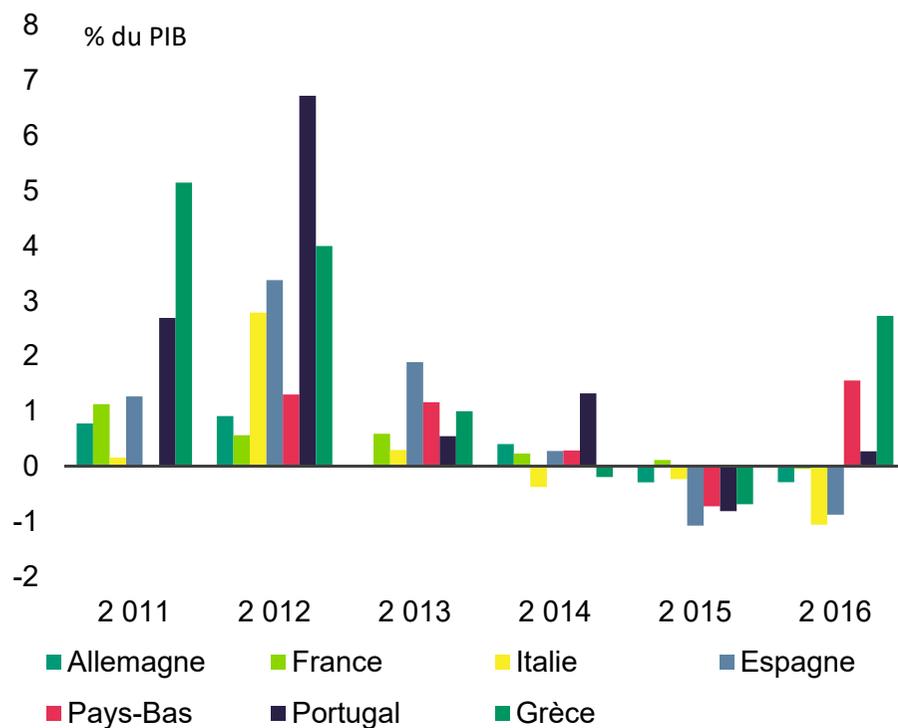
**Boucle de rétroaction** entre dette privée (banques) et dettes publiques



# CE QUI A ÉTÉ FAIT DEPUIS LA CRISE AU NIVEAU NATIONAL

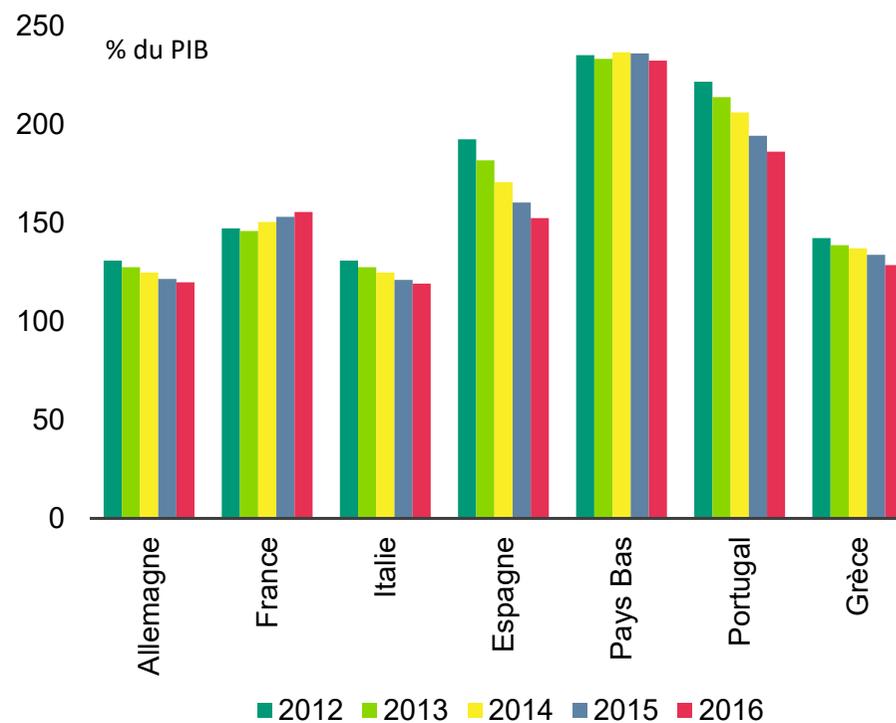
Consolidation importante du secteur public et privé  
Réformes structurelles

### Ajustement structurel du solde public



Sources : AMECO, Crédit Agricole S.A./ECO

### Taux d'endettement du secteur privé non financier



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO



## CE QUI A ÉTÉ FAIT DEPUIS LA CRISE AU NIVEAU SUPRANATIONAL

### Deux objectifs : prévenir les crises futures, minimiser les coûts de la crise

1. Politique monétaire : lutte contre équilibres multiples, soutien de liquidité, lutte contre la fragmentation, la déflation, intervention concertée avec MES
2. Renforcement du secteur bancaire: réglementation et Union bancaire
3. Encadrement plus fort des budgets (contrepartie de la solidarité, constat de l'insuffisance du cadre initial)
4. Création d'un mécanisme d'assistance pour prêter aux pays en difficulté (FESF, MES)
5. Meilleure coordination des politiques économiques



# CE QUI A ÉTÉ FAIT DEPUIS LA CRISE

## POLITIQUE MONÉTAIRE: PRÉVENTION ET MINIMISATION DES COÛTS

**Phase 1** : fournir liquidité aux banques et assurer fonctionnement marchés financiers :

- Crédit illimité à taux fixe à longue maturité et à collatéral élargi

**Phase 2** : adresser le disfonctionnement des marchés et réduire fragmentation

- SMP
- VLTROs
- OMT

**Phase 3** : combattre credit crunch et déflation

- Taux de facilité de dépôt négatif
- TLTRO
- QE
- Guidage des anticipations



# POLITIQUE MONETAIRE

## OMT : LE ROI DRAGHI EST-IL NU?

Annnonce d'achats de titres en quantités illimités *Whatever it takes*

- a permis **d'ôter les doutes** sur la viabilité de la **monnaie unique**
- de **mettre fin à un dysfonctionnement de marché**
- **de sauvegarder la bonne transmission de la politique monétaire** et son unicité

**Justification** : existence d'un mauvais équilibre, les doutes sur la solvabilité d'un souverain se transforme en un mécanisme auto-réalisateur de durcissement des conditions de financement pouvant aller jusqu'à la perte d'accès au marché.

L'OMT **ne réduit pas l'incitation** au rétablissement d'une trajectoire budgétaire soutenable puisqu'elle s'accompagne d'une **conditionnalité stricte**, qui limite par ailleurs les pertes potentielles pour l'Eurosystème.

Craintes justifiant **recours auprès CJE**

- le statut de pari-passu (pas de séniorité)
- la nature potentiellement illimitée des achats =>l'interdiction de financement monétaire des Etats

La CJEU exige que la BCE n'aille pas au-delà de ce qui est nécessaire et adéquat pour assurer la stabilité des prix.

Les **conditions** suivantes doivent être respectées :

- Pas d'intervention directe de la BCE dans le programme d'assistance financière ;
- Le principe de proportionnalité doit être respecté ;
- Les achats doivent permettre la correcte formation des prix de marché;
- Intervention après accord du MES sur programme d'ajustement macroéconomique => **nécessite validation politique du MES**

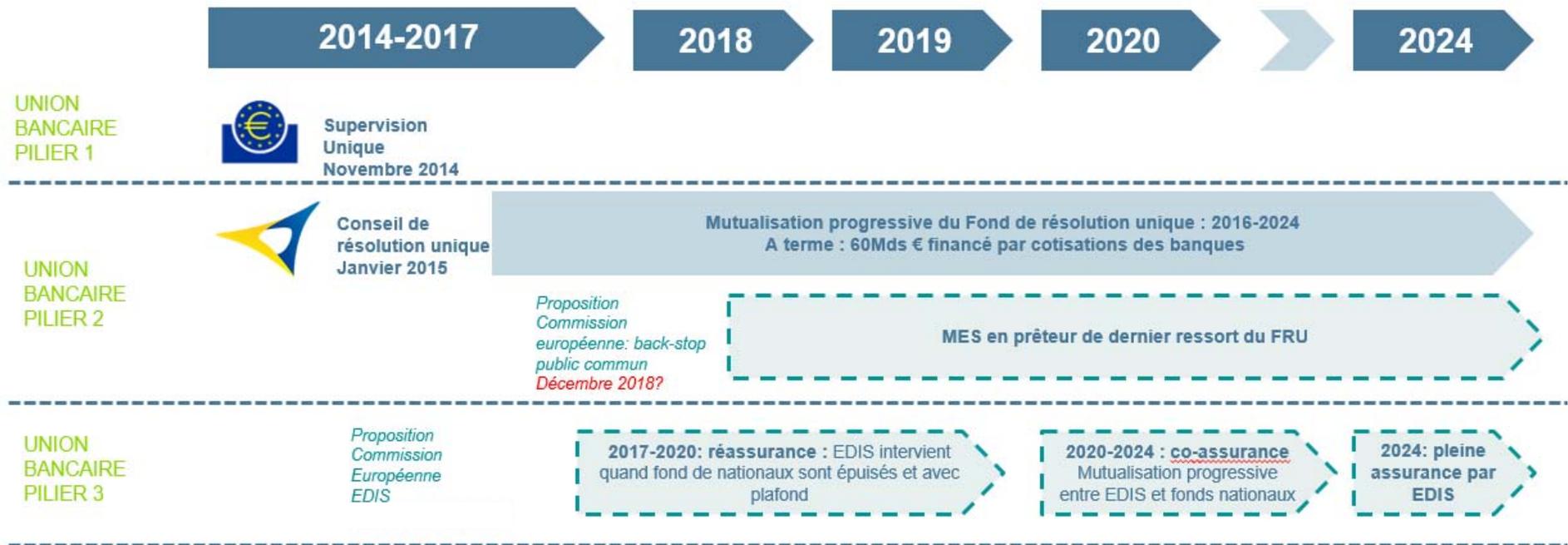
Ces conditions définissent des **limites contraignantes pour l'activation de l'OMT**.

# 1

## CE QUI A ÉTÉ FAIT DEPUIS LA CRISE RENFORCEMENT SECTEUR BANCAIRE : PRÉVENTION

**Règlementaire** : exigences plus strictes en capital et liquidité

**Institutionnel** : 3 piliers pour réduire le cercle vicieux banques-souverains et faire face à la crise des banques transfrontalières





# CE QUI A ÉTÉ FAIT DEPUIS LA CRISE

## POLITIQUE BUDGÉTAIRE : PRÉVENTION

RENFORCEMENT DE LA MISE EN OEUVRE DU PACTE DE STABILITÉ ET CROISSANCE :

- Semestre européen : procédure annuelle pour coordonner les budgets publics
- Pacte Euro + Fiscal compact : engagements mutuels pour des finances publiques saines
- Conseil européen des finances publiques indépendant, conseil nationaux dans semestre européen

UNE **RÈGLE CONSTITUTIONNELLE** D'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE

UNE **PROCÉDURE DE DÉFICIT** adaptée pour pouvoir être déclenchée non seulement en cas de **déficit excessif**, mais également en fonction des tendances sous-jacentes, plus profondes de la **dette publique**;

Les problèmes habituels non résolus :

- Procyclicité
- Peu d'incitation en cycle haut
- Trop restrictif en cycle bas
- Processus politique
- Orientation budgétaire agrégée de la zone non prise en compte

# 1

## CE QUI A ÉTÉ FAIT DEPUIS LA CRISE COORDINATION DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES : PRÉVENTION

### Procédure pour déséquilibres macroéconomiques

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Allemagne	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Autriche	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Belgique	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Bulgarie	Yellow	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Orange	Yellow
Chypre	Yellow	Black	Black	Black	Black	Black	Black
Croatie	Hors UE	Hors UE	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
Danemark	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Espagne	Yellow	Orange	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Estonie	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Finlande	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green
France	Yellow	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Orange	Yellow
Grèce	Black	Black	Black	Black	Black	Black	Black
Hongrie	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Green	Green
Irlande	Black	Black	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Italie	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
Lettonie	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Lituanie	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Luxembourg	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Malte	Green	Orange	Green	Green	Green	Green	Green
Pays-Bas	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Yellow	Yellow
Pologne	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Portugal	Black	Black	Black	Orange	Orange	Orange	Yellow
République Tchèque	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Roumanie	Black	Black	Black	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Royaume Uni	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Green	Green
Slovaquie	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Slovénie	Yellow	Orange	Orange	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Suède	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow

Résultats des "In Depth Reviews" 2018	
Green	Pas de déséquilibre
Yellow	Déséquilibres
Orange	Déséquilibres excessifs
Red	Procédure de déséquilibres excessifs
Black	Programme d'ajustement

Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

### Objectif : meilleure coordination des politiques économiques

Suivi de plusieurs indicateurs dans le cadre du semestre européen + rapport pays:

- Balance des comptes courants
- Position nette des investissements à l'étranger
- Taux de change effectif réel
- Modification des parts de marché à l'exportation
- Coût unitaire du travail
- Indice de prix du logement déflaté
- Flux de crédit privé -consolidé
- Endettement du secteur privé consolidé
- Dette publique
- Taux de chômage
- Engagements du secteur financier
- Taux d'activité
- Taux de chômage de longue durée
- Taux de chômage des jeunes

Pas de sanction

1

## CE QUI A ÉTÉ FAIT DEPUIS LA CRISE

### ASSISTANCE FINANCIÈRE

1. Clause de non-renflouement du Traité, mais art 122 qui permet une assistance financière en cas exceptionnels: assortie d'un taux d'intérêt adéquat nécessaire à couvrir le risque, à garantir une discipline budgétaire et à signaler qu'il s'agit d'un prêt
2. D'abord organisée selon une approche temporaire en réponse à une situation exceptionnelle et considérée non reproductible.
3. Le cas grec révèle aux créancier le risque souverain mais aussi que le contrat politique de l'UEM n'est pas prêt à faire face

1

# ASSISTANCE FINANCIÈRE

## UN PROCESSUS À TÂTONNEMENTS ET À MESSAGES CONTRADICTOIRES : LE CAS GREC

On a d'abord affirmé la soutenabilité de la dette souveraine en fournissant de l'aide officielle pour assurer le paiement des créanciers privés, pour ensuite revenir sur un bail-in des créanciers privés restants et *in fine* adoucir les termes de l'aide officielle



**Message (?) : si dette non soutenable le secteur public porte les premières pertes => juniorisation par rapport au privé**

## 1

# ASSISTANCE FINANCIÈRE

## DIFFÉRENTS DEGRÉS, TOUJOURS CONDITIONNALITÉ

1. **Prêts** à pays ayant perdu accès au marché : avec programme d'ajustement (réformes) => Irlande, Portugal, Chypre, Grèce
2. Prêts aux gouvernements pour la **recapitalisation des banques** : indirecte ou directe (DRI 60Mds€) si bail-in insuffisant => Espagne
3. **Assistance financières de « précaution » à État solvable**: lignes de crédit pour assurer un filet de sécurité pour pays avec difficulté de financement, critères d'éligibilité ou, si assistance renforcée, programme d'ajustement
4. **Achats de titres souverains** :
  - sur marché primaire pour soutenir besoin de financement (pour pays sous programme)
  - sur marché secondaire pour réduire rendements (avec ou sans programme mais avec conditionnalité)

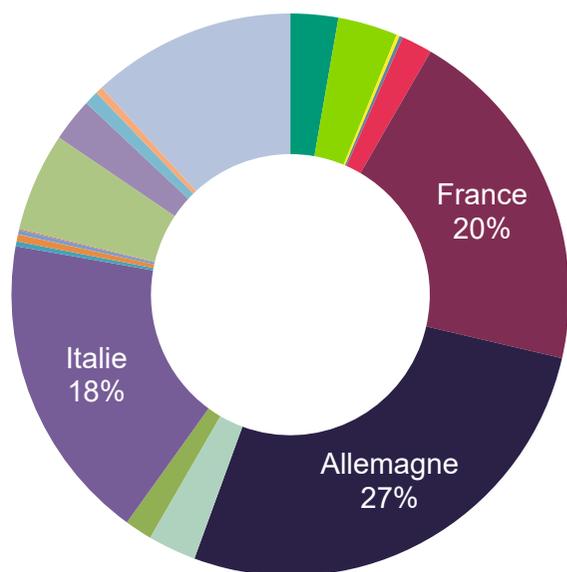
**Conditionnalité** (*Memorandum of understanding*) négociée avec Troika (CE, BCE (?), FMI (?)) avec évaluations intermédiaires pour déboursement tranches d'aide

- Consolidation budgétaire
- Réformes structurelles
- Réformes du secteur financier

**Question : si simple problème de liquidité MES et OMT ne peuvent pas être activés sans conditionnalité,**

# 1 ASSISTANCE FINANCIÈRE FORCE DE FRAPPE LIMITÉE

## MES Droits de vote : clef de répartition du capital versé



Sources : MES, Crédit Agricole S.A./ECO

1. L'assistance est financée par l'émission d'obligations à front d'un capital de garantie souscrit par les pays de la zone euro à hauteur de 705€Mds, mais avec une capacité d'emprunts (**500€Mds**) contrainte par la part de ses contributeurs bénéficiant d'un triple A et au fur et à mesure érodée par les programmes d'aide (**-89,9€Mds**). 80€Mds de fonds propres qui doivent assurer la solidité financière et la qualité de crédit du MES (pas de prêt) => 624€Mds de fonds mobilisables, disponibles pour assistance **<400€Mds**
2. Le statut du MES est celui de **pari passu** avec les créanciers privés.
3. Nature pérenne dépasse le cadre de l'article 122 prévoyant de l'assistance en cas de circonstances exceptionnelles. **La Cour européenne de justice : non, tant que assistance soumise aux logiques du marché**



# ASSISTANCE FINANCIÈRE

## LES PROGRAMMES

### Récapitulatif des programmes d'aide en zone euro

		Esp	Por	Irl	Chy	Grè			
						Total	Prog. 1	Prog. 2	Prog. 3
Montant prévu	Mds€	100	78	85	10	353	107	164	82
	%PIB	10	44	48	55	177	47	86	45
Montant versé	Mds€	41	76	85	7	259	73	154	32
	%PIB	4	43	48	40	130	32	81	18
Signature	date	juil.-12	mai-11	juil.-12	mai-13	mai-10	mai-10	mars-12	août-15
Durée prévue	mois	18	36	18	43	99	36	34+6	36
Durée effective	mois	18	36	18	34	en cours	21	40	en cours
Sortie	date	janv.-14	juin-14	déc.-13	mars-16	août-18	juin-13	juin-15	août-18
Participation des créanciers à l'aide versé	MES-FESF (Z€)	100%	33%	21%	14%	88%	72%*	92%	100%
	CE-MESF (UE)	-	33%	28%	-	-	-	-	-
	FMI	-	33%	28%	14%	12%	28%	8%	?
	Autres	-	-	23%	-	-	-	-	-

Source : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

\*Greek loan facility (GLF)

Principalement d'ordre bancaire, les programmes irlandais et espagnols ont été les plus rapides. Ce dernier est le plus petit car intégralement dédié aux banques.

Avec les exemples portugais, chypriotes, et même grec (3<sup>e</sup> programme) on peut voir que les institutions européennes ont amélioré leur maîtrise de l'exercice.

=> Prévisions plus prudentes, pré-affectation de l'aide, montant supérieur aux besoins, ...



# ASSISTANCE FINANCIÈRE

## LE BILAN

1. **éviter le défaut** désorganisé des souverains européens
2. **retour aux marchés** de la plupart des pays sous programme
3. plus mitigé sur les résultats en termes de **croissance et cohésion sociale**
4. **l'appropriation des politiques** requises par la conditionnalité
5. La gouvernance: **légitimité démocratique**

MES **pas** été intégré **dans la loi et les institutions communautaires** => passage parlementaire et dispersion des votes obstacle à la décision d'urgence.

L'unanimité des membres du conseil des gouverneurs (les ministres des finances des 19 pays membres) est requise pour valider la décision d'aide (**pouvoir de veto de chaque pays**).

Une procédure de vote d'urgence est néanmoins prévue (avec une supermajorité de 85%) si la CE et la BCE concluent que l'absence de décision menace la stabilité économique et financière de la zone euro (**pouvoir de veto 3 grands pays**).

Une décision de la cour constitutionnelle allemande demande un contrôle du Parlement allemand sur l'aide (six autres Parlements nationaux role similaire) après avoir consulté la BCE et le FMI.

**Attention : MES fournit validation politique à l'activation du OMT**

# UNE RÉFORME DE LA ZONE EURO EST-ELLE ENCORE POSSIBLE ?

RENDEZ-VOUS EUROPE

1 POURQUOI UNE NOUVELLE  
RÉFORME?

2 | LE DÉFI : RÉDUIRE LES CLIVAGES

3 LA RÉFORME SUR LA TABLE

## 2

# L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INCOMPLÈTE DES FACTEURS DE FRAGILITÉ

1) LES CONDITIONS MACROÉCONOMIQUES (CROISSANCE, INFLATION, TAUX D'INTÉRÊT) POUR RESOLVABILISER LES DETTES NE SONT PAS ASSURÉES

- Régulation du cycle économique : marges de manœuvre budgétaires limitées (niveaux de dette élevés, cadre budgétaire contraignant), limites de la politique monétaire dans un contexte de faiblesse des taux
- Défaut ou restructuration de la dette écartée, mais une solidarité limitée à l'assistance d'urgence
- Pas de stabilisation suffisante en cas de choc majeur ni à niveau national ni à niveau supranational

2) LES CAUSES DE L'EXISTENCE D'ÉQUILIBRES MULTIPLES SONT TOUJOURS PRÉSENTES : les marchés anticipent plusieurs prix d'équilibre pour un même souverain

- Risque de redénomination
- Absence de prêteur en dernier ressort=> action BCE doit être proportionnelle et conditionnée à programme MES

## 2

# L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE INCOMPLETE DES FACTEURS DE FRAGILITE

### 3) OMT FRAGILE CAR CONDITIONNÉ PAR LE MES

- Produit réponse pro-cyclique
- Perte de souveraineté
- Gouvernance non transparente, non démocratique, règle de l'unanimité

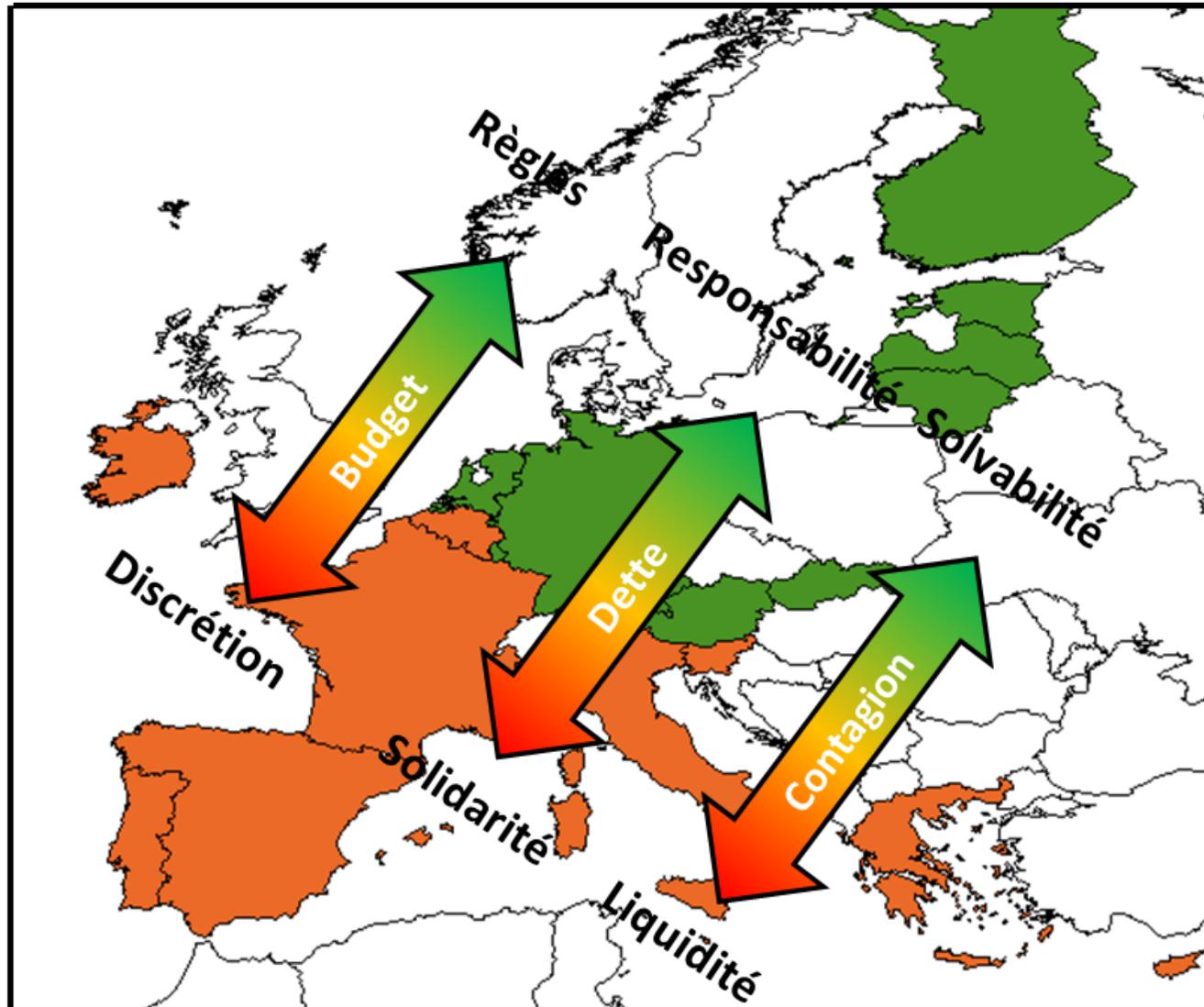
### 4) POLITIQUE MONÉTAIRE COMMUNE MAIS :

- Union bancaire incomplète
- Fragmentation sur l'interbancaire et biais national dans détention dettes souveraines dans bilans bancaires => nexus souverain-banques
- Un actif sûr pourvu de façon asymétrique =Bund
- Barrières des superviseurs nationaux à transfert de liquidité entre pays membres
- QE acheté par banques centrales nationales => signale risque redénomination

2

## LE DÉFI : RÉDUIRE LES CLIVAGES

UNE DIVISION IDÉOLOGIQUE...



2

## LE DÉFI : RÉDUIRE LES CLIVAGES ... AUX IMPLICATIONS ECONOMIQUES

### Politique discrétionnaire :

gestion active de la crise actuelle – engagement à ne pas faire défaut pour maintenir taux d'intérêt bas – engagement à fixité du change pour décourager attaques spéculatives -pas de dispositif de sortie dans UEM

Solidarité : union budgétaire + big bazooka pour sauter de mauvais à bon équilibre

Crises de liquidité : présence de fortes externalités, risque de contagion explique que valeur actualisée nette d'un bail-out soit positive

### Pas de défaut

Politique monétaire = assurer actif sûr

Banques too big to fail

Impulsion budgétaire si output gap négatif et réformes structurelles en phases d'expansion du cycle

### Politique budgétaire par la

règle : doit prévenir crises futures – libre circulation des capitaux et taux de change garanti par compétitivité

### Responsabilité et aléa

moral : non renflouement, procédure de restructuration des dettes souveraines avec discipline par marché

Crises de soutenabilité : la valeur actualisée d'un bail-in est positive, car réduit aléa moral

Défaut en cas extrêmes, limites à risque souverain dans bilans bancaires rend défaut plus simple et moins coûteux

Austérité et réformes durant la crise + éviter boom du crédit non soutenables

SUD

NORD

# UNE REFORME DE LA ZONE EURO EST-ELLE ENCORE POSSIBLE ?

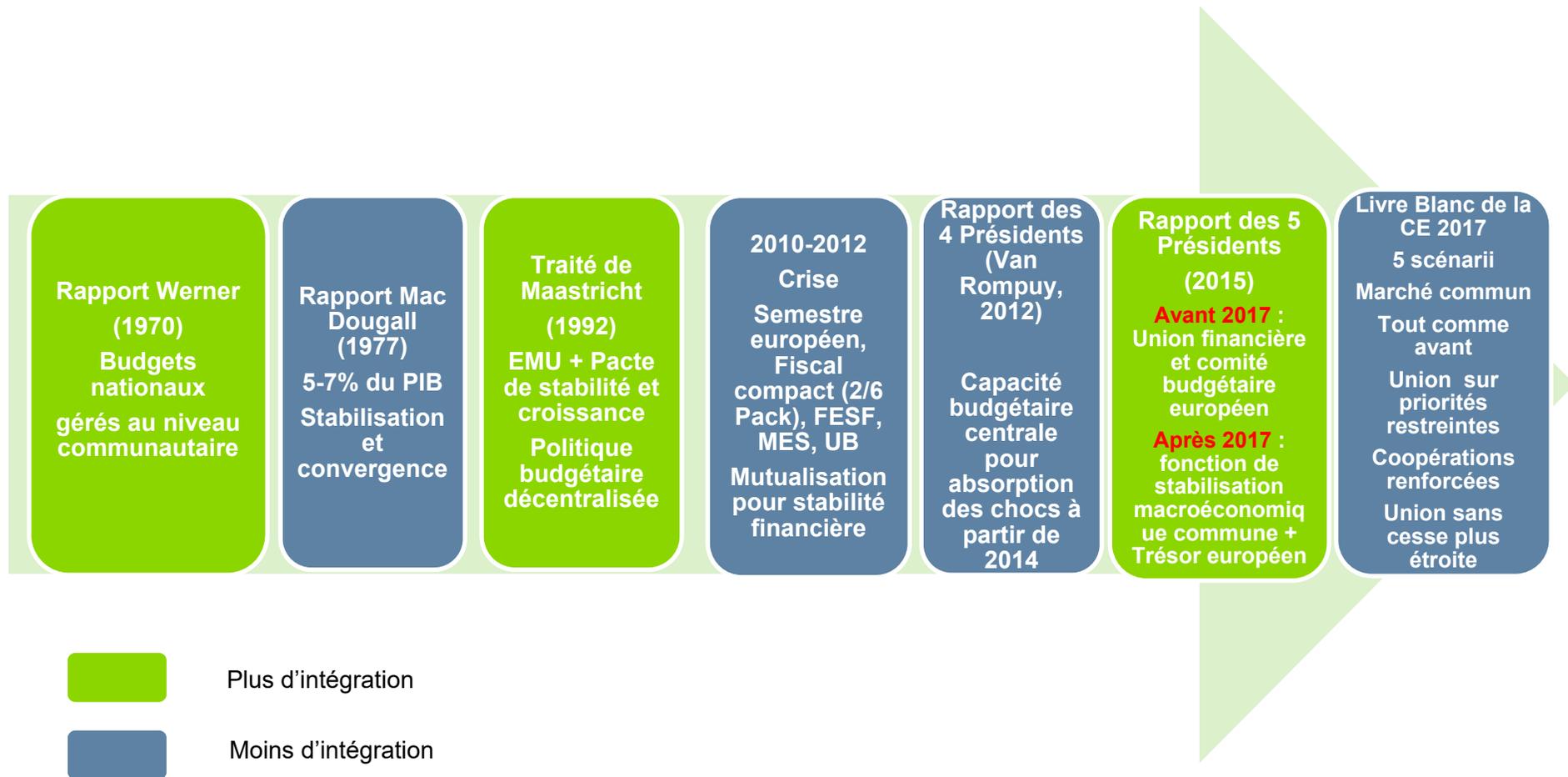
RENDEZ-VOUS EUROPE

- 1 POURQUOI UNE NOUVELLE RÉFORME?
- 2 LE DÉFIS : RÉDUIRE LES CLIVAGES
- 3 | LA RÉFORME SUR LA TABLE

## 3

# PROCESSUS D'INTEGRATION EUROPEENNE

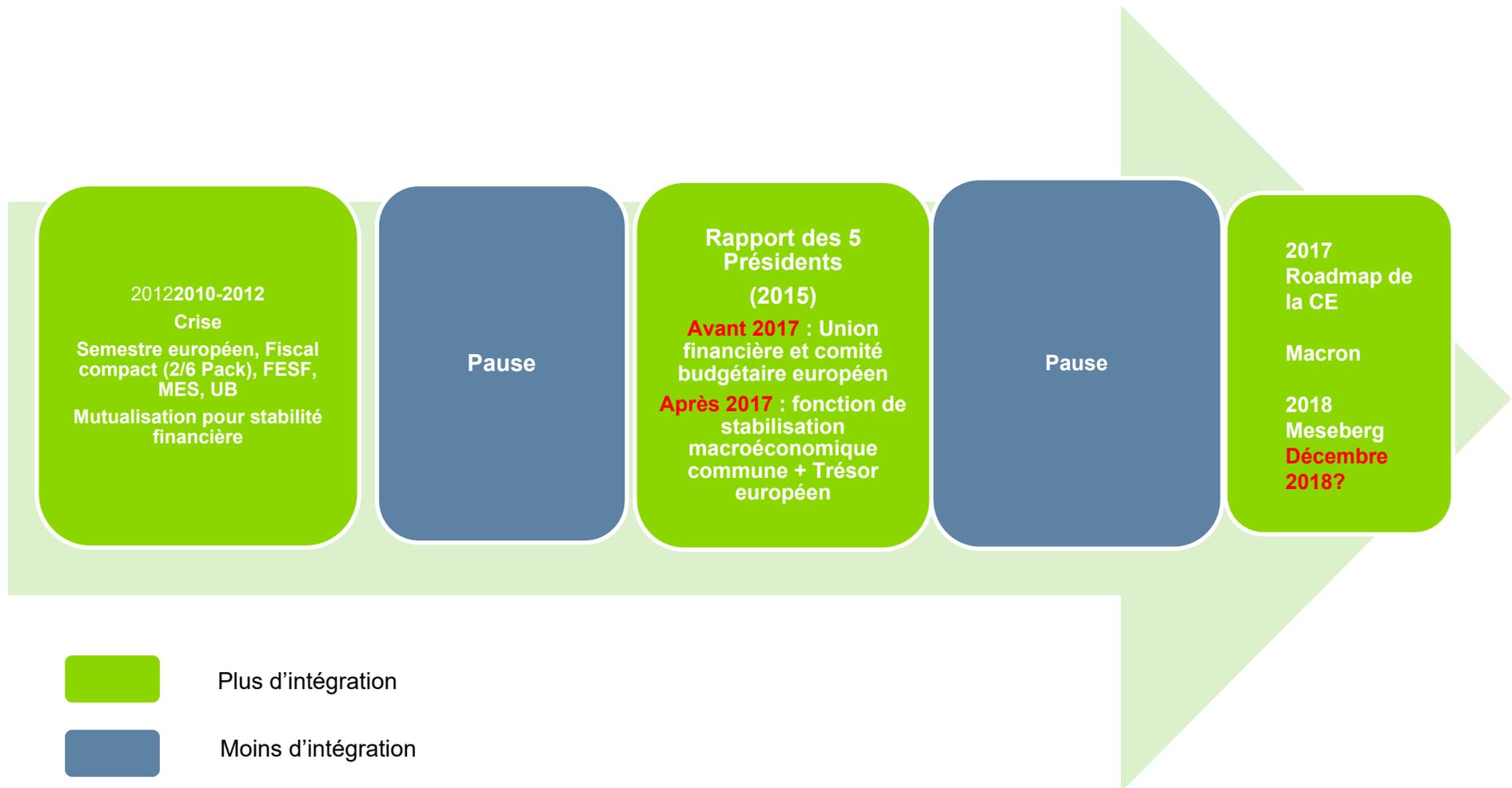
## STOP AND GO



# 3

## PROCESSUS DE RÉFORME DE LA ZONE EURO

### DE L'ÉLABORATION DE PROJETS AU RETOUR DE LA VOLONTÉ POLITIQUE



# 3

## LE CONTEXTE DE LA RÉFORME

### 1. Défis

1. Gérer le risque de non soutenabilité
2. Gérer le prochain choc
3. Relancer la croissance et l'emploi
4. Relancer la convergence économique et sociale

### 2. Perspectives

1. L'euro-scepticisme
2. La relance de l'intégration

### 3. Options

1. L'UE versus l'UEM
2. Un back-stop, un fond de stabilisation macro, un Trésor de la zone euro, un Fond monétaire européen
3. L'articulation Conseil, Commission, Parlement européen, Parlements nationaux

## 3

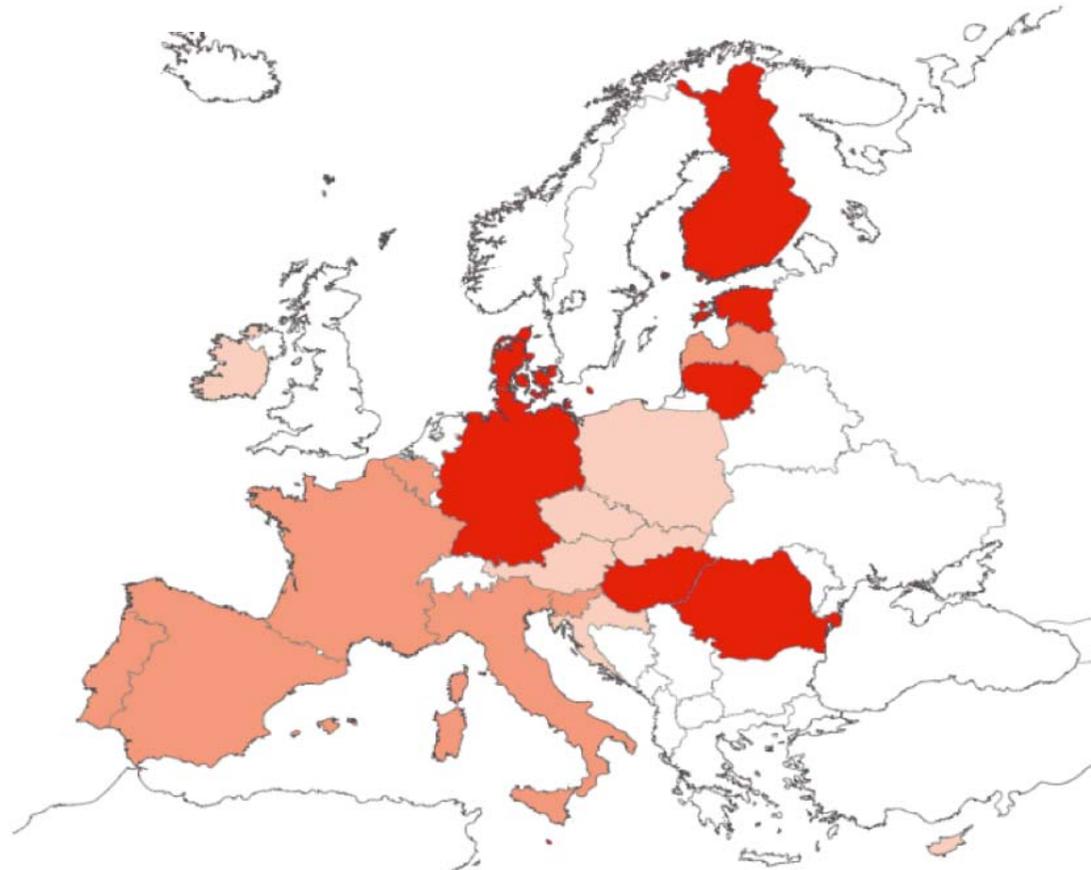
# COMPLETER L'UEM

## LES MODELES POSSIBLES

	NON	Mutualisation du risque	OUI
OUI			
macro	<p><b>Modèle américain</b> budget fédéral avec capacité d'emprunt et bail-in</p>		<p><b>Modèle fédéraliste</b> Renflouement en cas de crise et stabilisation macroéconomique, abandon souveraineté et cadrage stricte par niveau européen avec contrôle d'un Parlement de la zone euro</p>
Stabilisation			
NON	<p><b>Maastricht 2.0</b> (proposition "sages" allemands) plus de souveraineté, règles simplifiés, schéma de restructuration des dettes souveraines, diversification portefeuilles bancaires</p>		<p><b>Modèle hybride</b> Renflouement en cas de crise, décentralisation de la politique et de la surveillance budgétaire</p>

# 3

## COMPLÉTER L'UEM LES MODÈLES POSSIBLES



- Union de la stabilité : Maastricht 2.0
- Union budgétaire : vision fédéraliste
- Union budgétaire avec restrictions

# 3

## COMPLETER L'UEM LES MODELES POSSIBLES

Pleine décentralisation	Modèle hybride	Modèle fédéral
<b>solidarité:</b> no (budgétaire, financière) <b>gouvernance:</b> pas de surveillance mais schéma de restructuration des dettes souveraines <b>discipline:</b> no-bail-out et diversification portefeuilles bancaires <b>légitimation:</b> pas supranationale	<b>solidarité :</b> graduée et précoce de l'assistance à faible conditionnalité(droit de veto sur budget) à procédure de restructuration, back-stop pour le MES et FRU, <b>gouvernance:</b> coordination centralisée, à deux têtes CE et Eurogroupe (à présidence stable ou présidé par Comm ECFIN <b>discipline:</b> décentralisée à conseils nationaux budgétaires et de compétitivité <b>légitimation :</b> contrôle d'un Parlement de la zone euro	<b>solidarité :</b> assistance conditionnelle et transferts contra-cycliques <b>gouvernance:</b> abandon souveraineté à niveau européen (CE) <b>discipline :</b> cadrage stricte par niveau européen <b>légitimation :</b> Parlement européen Perte de crédibilité, euroscepticisme, problème qualité fonctionnement UEM
Dettes trop élevées, retour en arrière		

3

## QUEL CADRE LEGAL?

ASSURER TRANSPARENCE, LÉGITIMITÉ ET COHÉRENCE  
AVEC CADRE EXISTANT

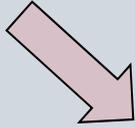
	<b>dans Traités</b>	<b>réforme des Traités</b>	<b>en dehors des Traités</b>
<b>Plus faisable</b>			Si nécessaire
<b>Simplicité des procédures</b>	élevée	faible	élevée
<b>Cohérence institutionnelle</b>	élevée	élevée	faible
<b>Portée des réformes</b>	faible	élevée	élevée

## 3

## COMPLÉTER L'UEM

## LÉGITIMITÉ DE L'OUTPUT

Un ordre juridico-politique qui contraint les politiques publiques nationales, peu de politiques publiques supranationales. Peu de contrôle et de légitimation politique directe pour le cadre supranational

Les deux niveaux du système politique européen	Les trois dimensions du politique		
UE	Ordre juridico-politique 	Politiques publiques 	Elections et compétition pour le pouvoir 
Etats membres	Ordre juridico-politique	Politiques publiques 	Elections et compétition pour le pouvoir

3

## COMPLÉTER L'UEM

### QUOI FAIRE ET COMMENT?

#### Objectifs

Stabilisation agrégée en cas de choc symétrique ou si politique monétaire inefficace (ZLB)

- en temps normaux
- en temps de crise

Stabilisation d'un pays en cas de choc asymétrique par transfert contra-cyclique

Back-stop

#### Outils

Budget de la zone euro

Réassurance chômage

Schéma de stabilisation macro en fonction de l'output gap

#### Moyens

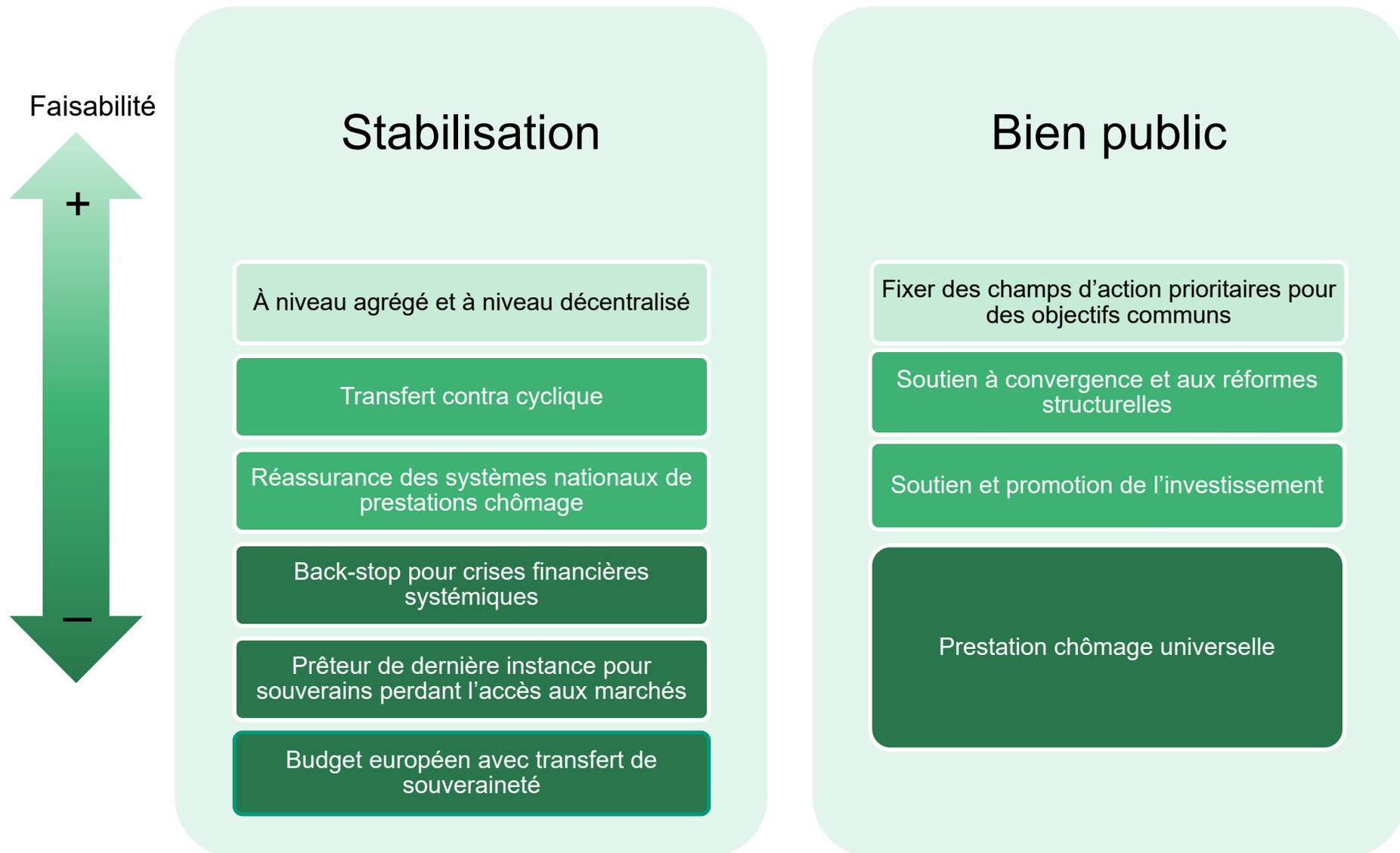
Capacité d'emprunt commune

Capacité d'emprunt nationale coordonnée

Abondement au MES

# 3

## COMPLÉTER L'UEM ALTERNATIVES ET FAISABILITÉ



# 3

## COMPLÉTER L'UEM

### FRANCE-ALLEMAGNE : LES POSITIONS DE DÉPART

#### FRANCE (Trésor)

- À court terme : achever Union bancaire et CMU avec back-stop et assurance européenne des dépôts; renforcement coordination sur réformes structurelles
- À moyen terme : budget zone euro important + critères de convergence sur finances publiques et réformes structurelles pour y accéder + règles plus strictes à niveau national + changement des traités pour y associer contrôle démocratique
- Pas de mécanisme de restructuration des dettes car effet déstabilisant de la discipline par les marchés

#### Allemagne (CDU/CSU)

- Pacte de stabilité renforcé par pénalités plus strictes et contrôle retiré à la Commission en faveur du MES ou institution indépendante

- Sorties de l'UEM possibles

- Mécanisme de restructuration des dette souveraines

#### Allemagne (SPD)

- Moins d'austerité, élargissement de la dotation EIB et fonds structurels pour plus d'investissement + project bonds financés par TTF

- Fond de redemption de la dette

## 3

# COMPLÉTER L'UEM SUR LA TABLE

	Commission européenne Juin 2018	Accord franco-allemand Juin 2018	Eurogroupe 4 Décembre 2018
<b>UNION BANCAIRE</b>	Back-stop public FRU EDIS calendrier + roadmap	Back-stop public FRU (remplace 60€Mds DRI) 2024 Neutralité budgétaire (prêt)	Back-stop public FRU (remplace 60€Mds DRI) 2024 Neutralité budgétaire (prêt)
<b>MES</b>	Dans Traités	Instrument de précaution renforcé: soutien stabilité sans programme Éligibilité ex-ante et ex-post MES et CE évaluent conditionnalité et programmes DSA préalable CAC agrégation simple 2022	Instrument de précaution renforcé: soutien stabilité sans programme Éligibilité ex-ante et ex-post MES et CE évaluent conditionnalité et programmes DSA préalable CAC agrégation simple 2022
<b>BUDGET ZONE EURO</b>	Dans Budget UE Soutien réformes Stabilisation investissement Prêt avec conditionnalité Ministre des finances	Dans budget UE 2021 Soutien compétitivité et convergence via l'investissement Stabilisation via (ré)assurance chômage ou suspension contribution à UE (dans version de décembre seulement via investissement) Recettes affectées (TTF) et nationales Fond stabilisation chômage (absent de proposition de décembre)	Possible pour convergence et compétitivité sous mandat du sommet de la zone euro, mais pas d'accord sur fonction de stabilisation
<b>SUPERVISION BUDGÉTAIRE</b>	Fiscal compact dans Traités		
<b>ACTIF SANS RISQUE</b>	SSBS	No SSBS	

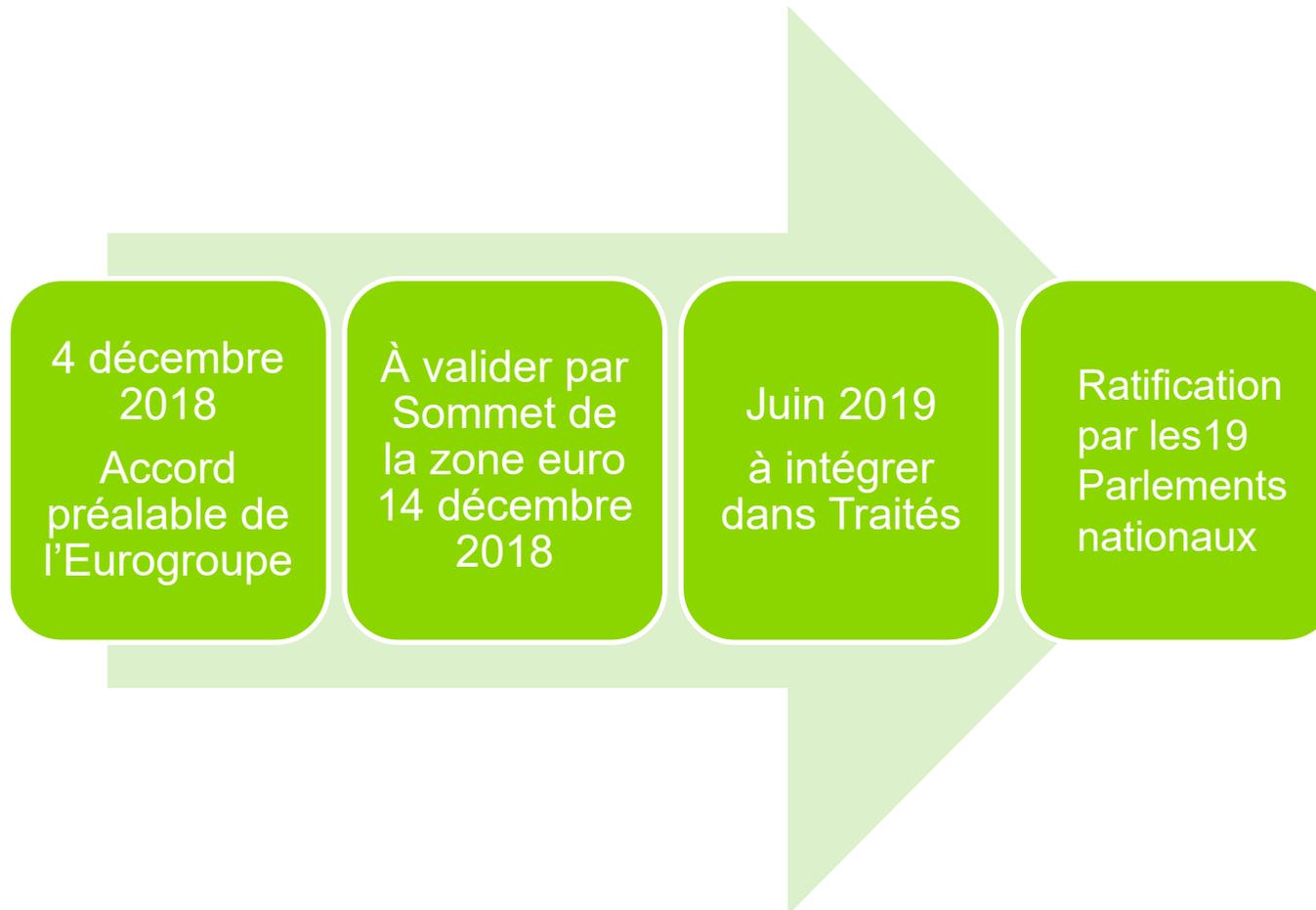
## 3

## COMPLÉTER L'UEM SUR LA TABLE

- Pas d'accord sur budget commun de stabilisation
- Pas de calendrier pour EDIS
- Back-stop pour FRU : soutien à recapitalisation devient soutien à liquidité (encore trop faible pour crise de liquidité et MES senior par rapport à CRU, limite sa capacité d'emprunt)
- MES : facilite accès à assistance financière durant crises de liquidité. **Pour pays satisfaisant les critères d'éligibilité pas besoin d'accord sur programme : une simple lettre d'intention suffit** (résout question de souveraineté pour pays conformes aux règles)  
**=>Mais attention critères d'éligibilité deviennent plus strictes** (pas en procédure pour déficit excessif ou pour déséquilibres excessifs)
- MES joue un rôle plus important dans évaluation de la soutenabilité des dettes, dans l'évaluation de la conditionnalité et dans dialogue avec créancier si restructuration
- Clauses d'action collective par agrégation simple rendent plus facile la restructuration (un seul vote à supermajorité)

3

## COMPLÉTER L'UEM ET APRÈS ?



## MERCI DE VOTRE ATTENTION

### Prochains RENDEZ-VOUS EUROPE

Cycle de conférences organisé par la Direction des Etudes Economiques du  
Groupe Crédit Agricole

#### **QUELLE CONSOLIDATION POUR LES BANQUES EUROPEENNES ?**

17 janvier 2019, 12h00-13h15, par Anna Sienkiewicz

#### **ELECTIONS EUROPEENNES : QUELS ENJEUX ? QUELS RISQUES ?**

21 mars 2019, 12h00-13h15, par Paola Monperrus-Veroni



**POUR CONSULTER NOTRE PAGE L'AVENIR DE L'EUROPE**  
<https://portaleco.ca-sa.adsi.credit-agricole.fr/Thematiques/Avenir-de-l-Europe>

#### CONTACTS

[paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr](mailto:paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr)

[anna.sienkiewicz@credit-agricole-sa.fr](mailto:anna.sienkiewicz@credit-agricole-sa.fr)