

De la nécessité de réformer la zone euro pour garantir son fonctionnement optimal.

Mémoire présenté par

Jean WILMET

pour l'obtention du diplôme de

**Master en Gestion de l'Entreprise (ICHEC)
Master en Sciences de Gestion (LSM)**

Année académique 2016 - 2017

Promoteur :

Madame Carine VANKEERBERGHEN

De la nécessité de réformer la zone euro pour garantir son fonctionnement optimal.

Mémoire présenté par

Jean WILMET

pour l'obtention du diplôme de

Master en Gestion de l'Entreprise (ICHEC)

Master en Sciences de Gestion (LSM)

Année académique 2016 - 2017

Promoteur :

Madame Carine VANKEERBERGHEN

Remerciements

C'est avec un plaisir sincère que je remercie tous ceux qui ont rendu ce mémoire possible.

Tout d'abord, j'aimerais remercier chaleureusement Carine Vankeerberghen, mon promoteur, pour m'avoir accompagné dans ce travail. Ses avis judicieux, son support, ses commentaires encourageants et ses suggestions furent vraiment précieux. J'aimerais également remercier Christel Dumas, pour avoir été personne relais et pour m'avoir donné envie de lier mon questionnement à des problématiques de la vie quotidienne.

En outre, je suis très reconnaissant envers Marco Rainaldi, Directeur chez Rothschild & Co, qui, par son expertise des marchés et de la vie politique et institutionnelle européenne, m'a guidé tout au long de ce voyage ; il a contribué à m'ouvrir l'esprit et à viser l'excellence.

Enfin, j'aimerais remercier les différents CEO qui m'ont accordé leur temps et leur énergie. Ils m'ont inspiré et donné envie d'agir pour des causes plus grandes. Ils m'ont donné l'opportunité de prendre du recul et de penser aux problèmes de la zone euro sous un angle différent. Leurs contributions étaient tellement variées que je listerai leur nom par ordre alphabétique. Merci beaucoup à Jacques Attali, Bruno Colmant, Bart De Smet, Frank Koster, Tanate Phutrakul, Marc Raisière et Peter Verbrugge. Je leur dois intellectuellement bien plus que des remerciements. J'espère pouvoir les rencontrer encore à l'avenir et leur rendre ce qu'ils m'ont apporté.

Abstract

Depuis la crise financière en 2007, la situation de la zone euro ne cesse de se dégrader. Cette crise, qui a atteint les dettes souveraines, s'est petit à petit transformée en crise politique et sociale. L'importance des mouvements « anti-euro », qui en résulte, constitue donc pour nous une opportunité unique de revenir sur la nécessité de l'euro et sur l'urgence de réformer le système qui soutient son fonctionnement. Pourquoi la monnaie unique est-elle économiquement intéressante ? A quelles conditions ? La zone euro remplit-elle ces conditions ? Si non, qu'ont entrepris et que doivent encore entreprendre les dirigeants européens pour garantir la pérennité de la zone euro ? Enfin, est-il préférable de réformer la zone euro ou d'en sortir ? Telles sont les questions auxquelles nous répondons dans les prochaines pages.

Nous revenons, d'abord, sur l'optimalité d'une zone monétaire, sur les conditions nécessaires pour la garantir, ainsi que sur les avantages et les inconvénients qu'un tel projet comporte. Ensuite, nous évaluons le degré d'optimalité de la zone euro et développons les raisons de son dysfonctionnement. Enfin, après avoir développé les raisons pour lesquelles les réformes actuelles ne suffisent pas, nous terminons par une revue des mesures urgentes que les dirigeants européens doivent entreprendre pour assurer la pérennité de la zone euro. Notre contribution consiste donc, dans un premier temps, à revenir sur la théorie monétaire traitant des zones monétaires optimales et, dans un second temps, à la confronter au cas de la zone euro afin de mieux en comprendre le fonctionnement et d'être en mesure de nuancer les critiques auxquelles elle est soumise.

Mots clés : Zone monétaire optimale, zone euro, union bancaire, intégration économique.

Table des matières

Introduction	1
1 Optimalité de la zone euro	3
1.1 Optimalité d'une zone monétaire.....	3
1.1.1 Définition d'une zone monétaire	3
1.1.2 Bénéfices d'une monnaie commune.....	4
1.1.3 Coûts d'une monnaie commune.....	5
1.1.4 Définition de l'optimalité d'une zone monétaire	7
1.1.5 Conditions nécessaires à l'optimalité.....	8
1.1.6 Critique moderne de la théorie des Zones Monétaires Optimales	10
1.2 Le cas de la zone euro	13
1.2.1 La croissance économique de la zone euro	13
1.2.2 Comparaison entre la zone euro et la théorie monétaire	15
1.2.3 Idéologie mise en œuvre lors de conception de la zone euro.....	26
1.3 Conclusion	30
2 Réformes de la zone euro.....	33
2.1 Importance de réformer le système bancaire de la zone euro	33
2.1.1 Rôle des banques.....	34
2.1.2 Caractéristiques de l'intégration financière	37
2.1.3 Historique du degré d'intégration financière de la zone euro	40
2.2 Création de l'Union Bancaire	44
2.2.1 Intérêts de l'Union Bancaire	45
2.2.2 Structure de l'Union Bancaire	47
2.2.3 Effet de l'Union Bancaire sur la croissance économique de la zone euro.....	49
2.2.4 Effet de l'Union Bancaire sur le degré d'intégration financière de la zone euro.....	52
2.3 Conclusion	59
3 L'avenir de la monnaie unique	63
3.1 Insuffisance de l'Union Bancaire	64
3.2 Viabilité d'une sortie de la zone euro	67
3.3 Rôle de l'Allemagne au sein de la zone euro.....	69
3.3.1 Transfert de pouvoir de l'Union Européenne vers les gouvernements nationaux	70

3.3.2	Transfert de pouvoir des gouvernements nationaux vers l'Allemagne	72
3.3.3	Différences idéologiques.....	74
3.4	Réformes à entreprendre ensemble au plus vite.....	76
3.5	Conclusion	82
Conclusion		85
Bibliographie.....		89
Annexes		98

Introduction

Depuis la crise financière en 2007, les divergences entre les pays membres de la zone euro ne font que croître. Au départ, financières, elles sont devenues économiques, politiques et sociales. Ce choc a révélé le manque de fédéralisme et de solidarité des pays membres, qui met aujourd'hui leur intégrité en danger. Les mouvements « anti-euro » deviennent de plus en plus populaires. C'est pourquoi, cette situation nous conduit à réfléchir à la nécessité de l'euro afin d'être en mesure de contrer ces arguments simplistes et populistes. Certes, comme le souligne le prix Nobel américain, Joseph Stiglitz (2016), la monnaie unique ne doit pas être conservée à tout prix comme elle l'est actuellement, c'est-à-dire au prix de récessions et de taux de chômage élevés. Mais, faut-il pour autant l'abandonner ? Est-il préférable d'abandonner la monnaie unique ? Cette interrogation constituera notre question de recherche. Pour y répondre, nous analyserons la théorie monétaire portant sur les zones monétaires optimales et la confronterons au cas de la zone euro.

Pourquoi la monnaie unique est-elle économiquement intéressante ? A quelles conditions ? La zone euro remplit-elle ces conditions ? Si ce n'est pas le cas, que doivent encore entreprendre les dirigeants européens pour garantir la pérennité de la zone euro ? Telles sont les questions que nous traiterons dans le premier chapitre. Nous commencerons par revenir sur le concept de zone monétaire. Nous en développerons les avantages et les inconvénients, ce qui nous permettra de définir l'optimalité d'une zone monétaire ainsi que les conditions nécessaires à celle-ci. Une fois le cadre théorique posé, nous analyserons l'optimalité de la zone euro et détaillerons l'idéologie qui a mené à sa création afin de mieux en comprendre les défauts.

Dans le second chapitre, nous nous intéresserons aux mesures que les dirigeants européens ont prises pour tenter de remédier aux défauts des Traités européens qu'ont révélés la crise financière en 2007 et celle des dettes souveraines en 2012 et au centre desquelles se trouvaient les banques et les gouvernements nationaux. Pourquoi les banques sont-elles si importantes dans une zone monétaire ? Pourquoi dépendaient-elles encore tellement des États ? Qu'ont donc entrepris les dirigeants européens pour garantir la stabilité de la zone euro ? Et, quels effets ont eu ces réformes ? Nous répondrons à ces questions dans ce chapitre en nous intéressant aux rôles que doivent jouer les banques dans une zone monétaire, en définissant l'intégration financière, à laquelle elles contribuent et qui constitue l'essence d'une zone monétaire, et en analysant l'effet de la réforme la plus récente, à savoir l'Union Bancaire, sur l'optimalité de la zone euro.

Enfin, dans le troisième et dernier chapitre, nous développerons les raisons pour lesquelles l'Union Bancaire ne permet pas encore de garantir la stabilité du système financier de la zone euro et donc sa protection contre la prochaine crise. Nous ferons également le point sur l'intérêt qu'un

pays membre pourrait retirer à sortir de la zone euro. Et, nous terminerons par identifier les réformes que les dirigeants européens doivent entreprendre au plus vite pour permettre aux pays membres de la zone euro d'en profiter et en assurer la pérennité.

En résumé, notre contribution consiste, dans un premier temps, à revenir sur la théorie monétaire traitant des zones monétaires optimales et, dans un second temps, à la confronter au cas de la zone euro afin de mieux en comprendre le fonctionnement et d'être en mesure de nuancer les critiques auxquelles la zone euro est soumise en soulignant l'effet des mesures, récemment prises pour remédier aux défauts de construction qu'ont révélés la crise financière en 2007 et la crise des dettes souveraines en 2012. **Notons que, pour faciliter la lecture du mémoire, nous résumons les différents points abordés dans chaque rubrique.**

1 Optimalité de la zone euro

« Finalement, l'histoire d'une union monétaire se résume à des déséquilibres et des ajustements fiscaux et monétaires tentant d'engendrer le plus faible coût politique possible. »

Joseph Stiglitz, *The Euro & its Battle of Ideas*, 2016.

« J'ai toujours pensé que l'Europe se forgerait dans les crises et serait la somme des solutions qu'on apporterait à ces crises. »

Jean Monnet, *Mémoires*, 1976.

1.1 Optimalité d'une zone monétaire

Comme le soulignait déjà Jean Monnet, père fondateur de l'Union Européenne, et comme le reprend le prix Nobel américain, Joseph Stiglitz, dans son dernier ouvrage, la formation d'une zone monétaire est un projet à la fois ambitieux, magnifique et, pourtant, très complexe. En effet, ce projet offre de nombreux avantages, mais comporte aussi des contraintes, parfois très lourdes. C'est pourquoi, il exige, comme le suggère la théorie monétaire, la mise en place de certains mécanismes pour en garantir le fonctionnement optimal.

Dans ce chapitre, nous revenons donc sur la définition d'une zone monétaire et de son optimalité, sur les avantages ainsi que sur les inconvénients qu'un tel projet comporte. Cette étape nous permet de comprendre la nécessité de mettre en place certains mécanismes, que nous développerons, afin d'en garantir le fonctionnement optimal. Nous serons donc, ensuite, en mesure de faire le point sur l'optimalité de la zone euro en évaluant la présence ou non de ces mécanismes fondamentaux. Nous nous arrêterons également sur les origines de la situation macroéconomique actuelle de la zone euro, ce qui nous permettra d'identifier le levier que les dirigeants européens doivent activer à l'heure actuelle afin de tendre vers l'optimalité.

1.1.1 Définition d'une zone monétaire

Une zone monétaire est, par définition, « Un accord d'un ensemble de pays acceptant la suprématie d'une seule monnaie » (Sloman et Wride, 2014, p.478). Pour être en mesure de définir l'optimalité de cet accord, nous devons nous intéresser aux avantages et aux inconvénients que comporte ce projet.

1.1.2 Bénéfices d'une monnaie commune

Rappelons que notre objectif est de comprendre l'intérêt de la monnaie unique. Les questions, auxquelles nous répondons dans cette section, sont donc les suivantes :

- Pourquoi les pays membres cherchent-ils former une zone monétaire ?
- Quels avantages en retirent-ils ?

1.1.2.1 Elimination des coûts de transaction

Les *coûts de transactions* sont les coûts sur lesquels l'effet d'une monnaie unique sont les plus « visibles ». Notons que ces-derniers sont loin d'être négligeables. Baldwin et Wyplosz (2015) mettent en avant une étude réalisée par la commission européenne à ce propos. L'analyse consistait à évaluer l'évolution de la valeur d'une monnaie - disons 100 au départ - à son retour, après avoir traversé les différents pays membres de la zone monétaire. Il s'est avéré que la monnaie valait moins de 50. Ces coûts, que Bénassy-Quéré et Cœuré appellent « *la profondeur de marché* » (Bénassy-Quéré et Cœuré, 2014, p.88), disparaissent grâce à l'existence d'une seule et unique monnaie. *La réduction des coûts de transaction entraine aussi la baisse d'autres coûts, moins visibles, ce qui aura pour effet d'améliorer la transparence et donc d'intensifier la concurrence dans l'union monétaire, grâce aux possibilités pour les consommateurs de comparer les prix.*

1.1.2.2 Moins d'incertitude permet plus de prospérité

Les variations de taux de change peuvent aussi bien représenter un risque qu'une opportunité de faire des profits. Mais, *l'incertitude relative aux taux de change crée de l'inquiétude à propos des revenus futurs des entreprises*. Selon De Grauwe (2016), un des facteurs qui a poussé les leaders européens à s'engager dans une union monétaire concernait les distributions statistiques des taux de change. En fait, il s'avère que les taux de change ne seraient pas distribués selon une loi Normale, ce qui signifie que la probabilité des mouvements importants de taux de change était plus forte. Le taux de change a donc été considéré à l'époque comme un facteur de risque déstabilisateur plutôt que comme un instrument stabilisateur de politique monétaire. Par conséquent, *l'absence de taux de change devrait favoriser les échanges de biens et services, faciliter les investissements au sein de la zone monétaire et ainsi stimuler sa croissance économique.*

1.1.2.3 Bénéfices d'une monnaie internationale

Le fait d'avoir *une monnaie commune devrait également permettre aux pays membres de s'ouvrir davantage au commerce international*. Cette idée est défendue par McKinnon (1963), convaincu que cela conduirait la zone monétaire à l'optimalité. En effet, plus cette monnaie circulera dans *l'économie internationale*, plus son émetteur devrait voir ses revenus augmenter. *L'euro devrait donc être favorable à la Banque Centrale Européenne pour augmenter son bilan, et par la suite à ses*

citoyens. Par ailleurs, cette monnaie devrait être détenue par des investisseurs étrangers, ce qui représenterait une source importante de financement. Enfin, si la zone monétaire se porte bien, *cela stimulera le marché financier et encouragera les investisseurs étrangers à investir dans le marché local, ce qui favorisera sa croissance économique*. C'est le cercle vertueux idéal.

1.1.2.4 Qualité des politiques monétaires

D'un point de vue théorique, Baldwin et Wyplosz (2015) rappellent que la zone monétaire est censée améliorer la qualité des politiques monétaires. Prenons par exemple le cas de la zone euro. Par l'indépendance établie dans ses statuts, la Banque Centrale Européenne ne devrait pas céder à la pression *d'un* gouvernement en particulier, contrairement aux banques centrales nationales. De plus, comme l'expliquent Bénassy-Quéré et Coeuré (2014), *la coordination des politiques monétaires est fondamentale pour éviter les politiques déloyales protectionnistes*, comme la dévaluation compétitive.

En résumé, les bénéfices de la création d'une zone monétaire sont principalement l'élimination des coûts de transaction, la réduction de l'incertitude liée aux taux de change et l'internationalisation de la monnaie, ce qui devrait stimuler la croissance économique de la zone.

1.1.3 Coûts d'une monnaie commune

Nous l'avons vu, la formation d'une zone monétaire comporte de nombreux avantages pour les pays membres. Mais, le regroupement sous une monnaie unique implique forcément des concessions. Comme le rappellent Bénassy-Quéré et Coeuré (2014), les gains de la formation d'une zone monétaire ne sont pas automatiques. En effet, le regroupement sous une monnaie commune peut avoir des effets pervers parce que les disparités régionales couplées à l'interdépendance financière peuvent amplifier les crises. C'est pourquoi, dans cette section, nous traitons la question suivante :

- Quel sont les inconvénients pour les pays membres de former une zone monétaire ?

L'inconvénient majeur de la formation d'une zone monétaire concerne sûrement *l'abandon des différentes politiques monétaires nationales au profit d'une seule et unique politique monétaire*. En effet, le taux de change national permet aux pays de s'ajuster aux chocs asymétriques, c'est-à-dire les chocs qui se répercutent différemment dans chaque pays. Avec la monnaie unique, *ils ne pourront, par exemple, plus dévaluer leur monnaie pour stimuler leurs exportations, lorsque cela est nécessaire*, puisqu'ils dépendent de la Banque Centrale de la zone monétaire. Comme le rappellent Bénassy-Quéré et Coeuré (2014), *la politique monétaire unique d'une zone monétaire traite seulement les chocs symétriques*. Par conséquent, étant donné que les pays membres ne disposent plus de la souveraineté sur leur monnaie nationale, et donc sur leur politique monétaire,

ils ne pourront plus compter que sur leur politique budgétaire. Le problème, c'est que celle-ci ne garantit pas forcément le retour à l'équilibre sans engendrer des coûts économiques importants.

Pour illustrer ce coût, De Grauwe (2016) prend l'exemple d'une zone monétaire composée de deux pays, la France et l'Allemagne. Il suppose que la France subit un choc asymétrique de demande négatif, c'est-à-dire que les consommateurs modifient leurs préférences en faveur de biens (ou services) allemands au détriment des biens (ou services) français.

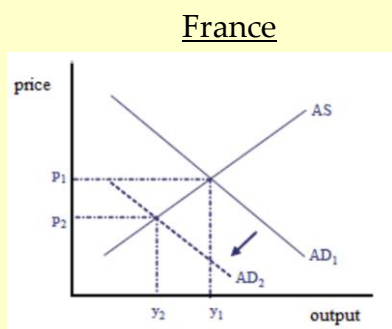


FIGURE 1 BAISSÉ DE LA DEMANDE EN FRANCE
EN ALLEMAGNE

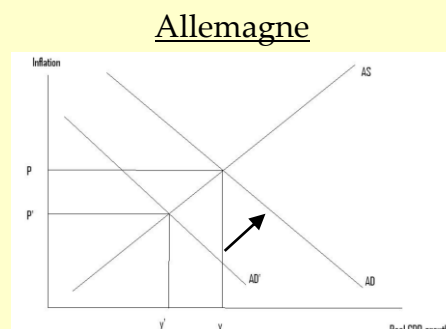


FIGURE 2 AUGMENTATION DE LA DEMANDE

La rigidité de l'économie française ne permet pas de réagir face au taux de chômage plus important, causé par la baisse de la demande. Si les salaires sont rigides, cela n'encouragera pas les entreprises à réembaucher de la main d'œuvre. Pour retrouver l'équilibre, il faudra que les prix français baissent suffisamment (en d'autres mots, que l'économie se déprécie suffisamment) et que l'Allemagne subisse une certaine inflation pour que la France redevienne compétitive et augmente sa demande. La seule politique budgétaire ne leur permet pas de retrouver (rapidement) l'équilibre. En l'absence des mécanismes nécessaires, les deux pays membres ne pourront donc pas trouver un nouvel équilibre économique sans supporter des coûts économiques importants.

En résumé, en l'absence des mécanisme nécessaires, l'impossibilité pour les pays membres de la zone euro de bénéficier d'un taux de change variable empêchera la zone monétaire de fonctionner de manière optimale en ce sens qu'un pays membre ne pourra s'ajuster (c'est-à-dire retourner à l'équilibre macroéconomique) après un choc asymétrique (c'est-à-dire qui touche les pays membres de façon inégale) sans en supporter des coûts économiques importants.

1.1.4 Définition de l'optimalité d'une zone monétaire

Jusqu'ici, nous avons développé les avantages et les inconvénients qu'entraînait l'appartenance à une zone monétaire. L'avantage principal se situe dans la possibilité de bénéficier d'éléments qui favoriseront le développement économique des pays membres de la zone monétaire. Mais, le désavantage majeur concerne la perte de leur souveraineté sur leur politique monétaire. Les pays membres doivent, dès lors, compter uniquement sur la politique budgétaire pour s'ajuster aux chocs asymétriques. Mais, celle-ci ne leur garantit pas d'éviter des coûts économiques importants. Nous sommes donc en mesure de définir l'optimalité d'une zone monétaire. *Une zone monétaire est optimale si les pays membres disposent des mécanismes nécessaires pour s'ajuster aux chocs asymétriques sans devoir en supporter des coûts économiques importants.*

Ces mécanismes sont essentiels, parce que les *économies sont structurellement différentes*, les parts des différents secteurs, secondaires et tertiaires, étant différentes d'un pays à l'autre. Comme l'explique Patrick Artus : « *Une zone monétaire produit de l'hétérogénéité. Cette diversité structurelle est d'ailleurs positive économiquement. Cela n'aurait pas de sens que tous les pays membres fabriquent des voitures* » (Artus, 2017). Les chocs seront donc principalement asymétriques. Or, *après un choc asymétrique, l'équilibre économique doit être garanti rapidement afin que cela n'exacerbe les cycles économiques dans lesquels se trouvent les pays membres.* Les différences économiques structurelles ne posent donc pas de problèmes en soi, mais les *pays membres doivent pouvoir compter sur certains mécanismes pour s'ajuster aux chocs asymétriques sans devoir en supporter des coûts économiques importants.* Une réduction de la demande en France, par exemple, ne devrait pas déséquilibrer de manière permanente l'économie française.

En outre, le fait de s'ajuster, c'est-à-dire de rétablir l'équilibre économique, est essentiel afin, d'une part, de ne pas déséquilibrer la zone monétaire – l'accumulation des déficits pourrait amener les pays membres à emprunter et à détériorer les conditions de financements des autres pays membres – et, d'autre part, de bénéficier des avantages liés à leur appartenance à la zone monétaire. Ce sont les équilibres macroéconomiques qui permettront aux pays membres de bénéficier des avantages liés à la mobilité du capital. C'est lorsque les pays membres sont à l'équilibre et commercent entre eux ou investissent mutuellement l'un chez l'autre que la réduction des coûts et de l'incertitude est intéressante.

Enfin, Baldwin et Wyplosz (2015) remarquent que le terme de zone monétaire optimale peut être trompeur. En effet, les pays qui cherchent à former une union monétaire ne cherchent pas particulièrement à satisfaire tous les critères mentionnés ci-dessus. Ils évaluent simplement les coûts et les bénéfices que pourrait leur apporter cette union. Les critères mentionnés dans la théorie de Mundell, père de la théorie des zones monétaires optimales, ne sont donc jamais blancs ou noirs, à prendre ou à laisser.

En résumé, une zone monétaire regroupe des économies structurellement différentes sous une seule et unique politique monétaire, qui ne pourra satisfaire l'ensemble des pays membres. Par conséquent, elle fonctionne de manière optimale si ces économies disposent des mécanismes leur permettant de s'ajuster aux chocs asymétriques, c'est-à-dire revenir à l'équilibre macroéconomique, sans devoir en supporter des coûts économiques importants et donc bénéficier des avantages liés à leur appartenance à la zone monétaire.

1.1.5 Conditions nécessaires à l'optimalité

Jusqu'à présent, nous sommes revenu sur la définition du fonctionnement optimal d'une zone monétaire, à savoir la capacité d'économies, structurellement différentes (les pays membres), à pouvoir retrouver leur équilibre macroéconomique après un choc économique asymétrique, c'est-à-dire un choc qui touche les pays membres de façon inégale, sans devoir en supporter des coûts économiques trop importants et sachant que ces économies sont régies par une seule et unique politique monétaire. La question légitime que l'on se pose est donc la suivante :

- Que doivent faire les pays membres pour réduire au minimum les coûts de leur ajustement aux chocs asymétriques et ainsi croître économiquement ?

Pour cela, comme mentionné au début du chapitre, la zone monétaire devra mettre en place certains mécanismes.

1.1.5.1 Flexibilité des salaires et mobilité de la main d'œuvre

Dans son article publié en 1961, « A theory of currency area », Mundell établit deux conditions nécessaires pour permettre aux pays membre de s'ajuster après un choc asymétrique sans devoir supporter des coûts économiques trop importants et ainsi bénéficier de leur appartenance à la zone monétaire. Ces deux conditions sont la flexibilité des salaires et la mobilité de la main d'œuvre.

Pour illustrer leur nécessité, reprenons l'exemple de De Grauwe. Pour rappel, il suppose que nous sommes dans une zone monétaire composée de deux pays, la France et l'Allemagne et que la France a subi un choc asymétrique de demande négatif. Contrairement au premier exemple, émettons maintenant l'hypothèse que *les salaires sont flexibles* (1^{ère} condition de Mundell). Etant donné la réduction de la demande en France, les entreprises adapteront leur offre. En Allemagne, en réaction à la hausse de la demande, les entreprises augmenteront leur offre. Mais, comme les salaires sont flexibles, les chercheurs d'emploi français réduiront leurs exigences salariales et inversement en Allemagne. L'augmentation des coûts en Allemagne rendra donc les biens français plus compétitifs, ce qui stimulera à nouveau la demande en France où les entreprises auront tendance à réembaucher. Rappelons qu'en l'absence de flexibilité des salaires, il faudra que les prix baissent suffisamment pour que la France redevienne compétitive et que cela entraîne

une augmentation de la demande. Dans ce cas, la France risquerait d'être confrontée à un chômage persistant et l'Allemagne a une inflation importante. Les variations salariales peuvent, néanmoins, être évitées si la *main d'œuvre est mobile* (2^{ème} condition de Mundell). Les chômeurs français se déplaceront vers l'Allemagne, où la demande de main d'œuvre excède l'offre. Ce mécanisme ferait disparaître simultanément le chômage français et l'inflation allemande.

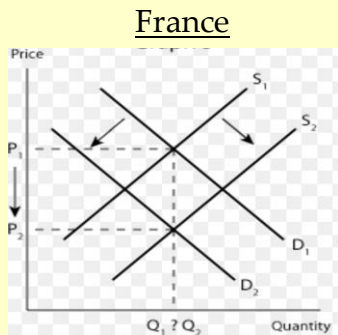


FIGURE 3 AUGMENTATION DE L'OFFRE EN FRANCE
EN ALLEMAGNE

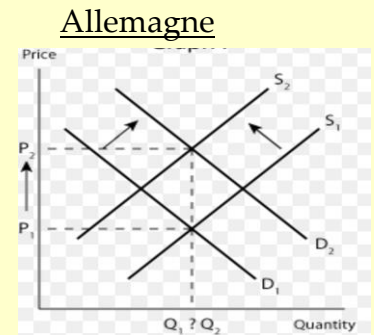


FIGURE 4 BAISSSE DE L'OFFRE

La conclusion de De Grauwe est donc la suivante : la réduction de la demande en France doit entraîner une baisse des salaires, sans quoi l'ajustement à ce choc, c'est-à-dire le retour à l'équilibre, dépendra des impacts inflationnistes en Allemagne. Naturellement, si ces pays n'avaient pas formé une zone monétaire, ils auraient pu s'ajuster plus rapidement en modifiant leur politique monétaire. Mais, ce n'est pas le cas ici. La politique monétaire est centralisée à la Banque Centrale, qui n'a qu'un instrument pour solutionner deux problèmes différents !

1.1.5.2 Intégration fiscale

En 1969, Kenen maintenait que l'optimalité d'une zone monétaire dépendrait grandement des *mécanismes fiscaux supranationaux mis en place afin de transférer le capital vers les pays ayant subi un choc asymétrique*. Ceux-ci permettraient, entre autres, d'éviter que les capitaux se dirigent davantage vers les pays les plus « forts ».

1.1.5.3 Similarité des taux d'inflation

Le taux d'inflation est la priorité selon Fleming. Cet économiste anglais (1971) notait qu'en cas de *faibles taux d'inflation, et lorsque ceux-ci sont similaires à travers le temps* entre les pays membres, *le commerce entre ces pays membres aura tendance à rester stable, ce qui facilitera la politique monétaire unique*. L'idée d'attirer l'attention sur la différence de taux d'inflation des pays membres provient du fait que celle-ci peut résulter « de différences de développement structurel, de marché de l'emploi, de politiques économiques ou de préférences sociales » (Mongelli, 2008, p.6).

En résumé, jusqu'à présent, nous étions revenus sur la définition du fonctionnement optimal d'une zone monétaire, à savoir la capacité d'économies, structurellement différentes, les pays membres, à pouvoir retrouver leur équilibre macroéconomique après un choc économique asymétrique, c'est-à-dire un choc qui touche les pays membres de façon inégale, sans devoir en supporter des coûts économiques trop importants et sachant qu'elles sont régies par une seule et unique politique monétaire. La question légitime qui se pose est donc la suivante :

- Que doivent faire les pays membres pour réduire ces coûts au minimum et ainsi éviter que leur croissance économique en soit affectée ?

Mundell (1961) préconise le respect de deux conditions, à savoir la flexibilité des salaires et la mobilité de la main d'œuvre. Pour Kenen (1969), l'intégration fiscale est primordiale en ce sens qu'elle favoriserait la mobilité du capital des pays « forts » vers les pays en difficulté, ce qui favoriserait l'ajustement de ces économies et optimiserait donc le fonctionnement de la zone monétaire. Enfin, Fleming (1971) argumente que la similarité des taux d'inflation stabiliserait le commerce entre les pays membres d'une zone monétaire, ce qui devrait réduire les divergences économiques des pays membres et améliorer l'efficacité de la politique monétaire unique.

1.1.6 Critique moderne de la théorie des Zones Monétaires Optimales

Jusqu'ici, nous avons vu que la zone monétaire était le regroupement de plusieurs économies sous une seule monnaie, ce qui suppose une politique monétaire unique. La perte de souveraineté sur leur politique monétaire représente le coût majeur pour les membres de la zone monétaire, puisqu'ils ne pourront plus garantir leur équilibre macroéconomique après avoir subi un choc asymétrique, sans devoir en supporter des coûts économiques importants. En effet, leur seule politique budgétaire ne leur garantit pas d'éviter les déficits. La zone fonctionne donc de manière optimale lorsque les pays disposent des mécanismes nécessaires pour réduire ces coûts au maximum. Mundell (1961), notamment, met l'accent sur la flexibilité des salaires et la mobilité de la main d'œuvre.

Mais, plusieurs économistes modernes remettent en cause cette théorie, qui n'aurait pas tenu compte des questions suivantes :

- Que se passe-t-il si le déséquilibre économique n'est pas résolu rapidement ?
- Quel serait l'impact d'un déficit qui aurait tendance à perdurer ?

De Grauwe (2016) insiste sur le fait que *Mundell n'aurait pas pris en compte que l'appartenance à une zone monétaire change tout à fait la façon pour un gouvernement de financer son déficit et, par conséquent, le pouvoir qu'ont les marchés financiers sur les gouvernements d'une zone monétaire.*

Pour illustrer ce propos, reprenons l'exemple développé dans la section précédente pour illustrer le coût de la formation d'une zone monétaire, c'est-à-dire une zone monétaire composée de deux pays, la France et l'Allemagne, en supposant que la France ait subi un choc asymétrique de demande négatif. Mais, tenons compte à présent, contrairement à Mundell, des impacts budgétaires de celui-ci. En cas de baisse de la demande, la production et donc l'emploi risquent de diminuer en France, que les mécanismes de Mundell soient présents ou pas. Par conséquent, le gouvernement ne percevra plus autant de taxes qu'auparavant, ce qui pèsera davantage sur le déficit. Or, les gouvernements des pays membres se financent dans une monnaie sur laquelle ils n'ont plus « aucun contrôle », ce qui signifie que, si la Banque Centrale n'intervenait pas, les gouvernements nationaux seraient obligés de pratiquer une politique budgétaire d'austérité, ce qui pèserait sur la croissance et donc à nouveau sur les dépenses budgétaires. Une spirale négative serait enclenchée. En résumé, le problème soulevé ici fait état de ce que les stabilisateurs automatiques de l'Etat ne fonctionnent plus.

Les gouvernements nationaux ne peuvent donc plus garantir avec certitude à leurs créanciers qu'ils seront remboursés. C'est pourquoi, l'augmentation du déficit, que nous mentionnions ci-dessus, pourrait inquiéter les investisseurs, qui seraient de moins en moins enclins à prêter de l'argent à la France. En vendant leurs obligations françaises, les taux d'intérêt remonteraient et décourageraient les investissements et la consommation. La demande diminuerait encore plus que prévu. La dynamique en Allemagne serait tout à fait inverse. Ayant vendu leurs obligations françaises, les investisseurs seraient désireux de les réinvestir dans des actifs plus sûrs, comme les obligations allemandes. Les taux d'intérêt allemands baisseraient et stimuleraient ainsi la consommation et les investissements. Dans ce cas, la demande augmenterait plus qu'initialement. Nous pouvons donc observer que « la non intervention » de la Banque Centrale amplifie le choc asymétrique à cause de la dynamique négative que peut créer la dette et le pouvoir que peuvent avoir les marchés financiers. C'est l'explication des craintes qu'ont créés les dettes souveraines, dont celle de la Grèce.

La situation aurait été toute différente pour les pays indépendants, la Grande-Bretagne, par exemple, parce qu'ils peuvent toujours recourir à leur Banque Centrale Nationale, qui leur fournira des liquidités. Imaginons que les investisseurs soient inquiets à propos d'un probable défaut de paiement, impossibilité de remboursement de la dette souveraine, de la Grande-Bretagne. Dans ce cas, les investisseurs désintéressés vendraient les obligations anglaises qu'ils détiennent, ce qui ferait grimper les taux d'intérêt. Ils se retrouveraient donc avec une certaine quantité de livres sterling, dont ils chercheraient à se débarrasser et qu'ils vendraient. Par conséquent, la Grande-Bretagne ne parviendrait plus à trouver les fonds nécessaires pour financer sa dette (vu la hausse des taux d'intérêt), mais la Banque Centrale d'Angleterre interviendrait pour fournir les liquidités dont la Grande-Bretagne aurait besoin.

La stabilité de la zone monétaire est donc fragile. Et, De Grauwe (2016) note que le système capitaliste dans lequel nous évoluons contribue à amplifier davantage ces mouvements, ce qui rend inefficaces les zones monétaires. Comme il le rappelle, les investisseurs se basent sur leurs attentes prévisionnelles pour prendre leurs décisions. Mais, n'oublions pas que les prévisions relèvent de l'incertain. Donc, ils se regardent entre eux pour confirmer ou infirmer leurs prévisions ! Naturellement, cela tend à créer des mouvements autoréalisateurs. Quand certains sont optimistes, ils transmettent leur optimisme aux autres et inversement. Le problème n'est pas la zone monétaire en elle-même, mais le fait que ces mouvements au sein de la zone monétaire puissent être asymétriques, ce qui risque d'impacter l'équilibre macroéconomique entre ces économies structurellement différentes. Néanmoins, si ceux-ci sont temporaires, les impacts sur les cycles économiques seront limités. Si la France se trouve en période de récession, elle peut s'attendre à une croissance par après, et inversement. La France peut avoir un déficit budgétaire pour une période limitée, le temps d'injecter des liquidités dans son économie. A court terme, les investisseurs ont confiance dans la France et n'exigeront pas de prime de risque, à savoir une augmentation des taux d'intérêt, sauf si la récession perdure. Certains investisseurs risquent de s'inquiéter à propos de la durée de la récession, deviendront pessimistes et entraîneront d'autres investisseurs à se méfier. Comme évoqué ci-dessus, ces inquiétudes risquent d'amplifier les cycles économiques dans lesquels se trouvent les pays membres. C'est pourquoi, *De Grauwe (2016) plaide pour la mise en place d'un système bancaire commun, qui transférerait des capitaux des pays « forts » vers les pays qui ont subi un choc asymétrique*, comme c'est déjà le cas aux Etats-Unis. Cette mesure réduirait le pouvoir que peuvent avoir les marchés financiers sur l'un des gouvernements de la zone monétaire et maintiendrait donc l'équilibre économique de la zone monétaire, si importante pour que ses pays membres puissent bénéficier des avantages de leur appartenance à cette union.

En résumé, De Grauwe (2016) soulève que Mundell n'aurait pas pris en compte que l'appartenance à une zone monétaire change tout à fait la façon dont un gouvernement peut financer son déficit et modifie, par conséquent, le pouvoir qu'ont les marchés financiers sur les gouvernements d'une zone monétaire. En effet, dans une zone monétaire, celui-ci ne peut forcer la Banque Centrale à lui fournir des liquidités, ce qui pourrait l'amener à pratiquer une politique budgétaire d'austérité et à emprunter pour financer son déficit, ce qui pèserait davantage sur son budget. Les mécanismes, que Mundell préconise, doivent donc rétablir rapidement l'équilibre économique, sinon les marchés financiers pourraient s'inquiéter et rendraient l'accès aux capitaux plus difficile, ce qui aggraverait la situation du gouvernement concerné.

Le fait que la Banque Centrale n'intervienne pas risque donc d'exacerber les chocs asymétriques au sein de la zone monétaire, compte tenu de la dynamique négative que peut entraîner la dette et du pouvoir des marchés financiers sur celle-ci. C'est pourquoi, De Grauwe (2016) plaide pour

la mise en place d'un système bancaire commun. Celui-ci transférerait des capitaux des pays « forts » vers les pays qui ont subi un choc asymétrique et maintiendrait donc l'équilibre économique de la zone monétaire, si importante pour que ses pays membres puissent bénéficier des avantages de leur appartenance à cette union.

1.2 Le cas de la zone euro

Nous avons jusqu'ici développé la théorie relative aux zones monétaires optimales. La zone monétaire est le regroupement de plusieurs économies sous une seule monnaie, et donc sous une politique monétaire unique. Les bénéfices, qui en découlent, devraient stimuler la croissance économique des pays membres. Cependant, leur appartenance à la zone monétaire entraîne un désavantage majeur, à savoir la perte de leur souveraineté sur leur politique monétaire. Ils ne pourront donc plus garantir leur équilibre macroéconomique après avoir subi un choc asymétrique sans devoir en supporter des coûts économiques importants. C'est pourquoi, la zone fonctionne de manière optimale lorsque ces économies, structurellement différentes, disposent des mécanismes pour réduire ces coûts au minimum et bénéficier des avantages de leur appartenance à la zone monétaire.

Il semble donc intéressant de voir ce qu'il en est en pratique. D'une part, notre citoyenneté européenne et, d'autre part, les récents événements mentionnés en introduction, importance croissante des mouvements anti-euro, nous poussent à nous intéresser à la situation de la zone euro. Dans cette section, nous nous intéresserons donc à la question suivante :

- La zone euro peut-elle être considérée comme une zone monétaire optimale ?

1.2.1 La croissance économique de la zone euro

In fine, les pays membres d'une zone monétaire ont tout intérêt à ce qu'elle fonctionne de manière optimale parce qu'elle devrait leur permettre de bénéficier d'une meilleure croissance économique. Malheureusement, comme le rappelle Bruno Colmant, « *l'harmonie que l'euro était censé créer n'a jamais vu le jour. Et, cette-dernière est même plus que jamais remise en question* » (Colmant, 2014, p.8). Depuis 2001, la situation de certains pays membres ne fait que se dégrader. Les divergences entre les membres de la zone euro ne cessent de croître. Dans son dernier ouvrage, Joseph Stiglitz décrit ces problèmes et relève le chômage comme l'un des plus importants. Bien que les méthodes de calcul du taux de chômage américain diffèrent tout à fait des méthodes européennes, il ne s'élève qu'à 6.5% aux Etats-Unis fin 2016, alors qu'il ne parvient pas à passer sous la barre des 10% dans la zone euro depuis 2009. Pire encore, « *dans les pays en crise, plus d'un jeune sur deux ne parvient pas à trouver d'emploi* » (Stiglitz, 2016, p.15).

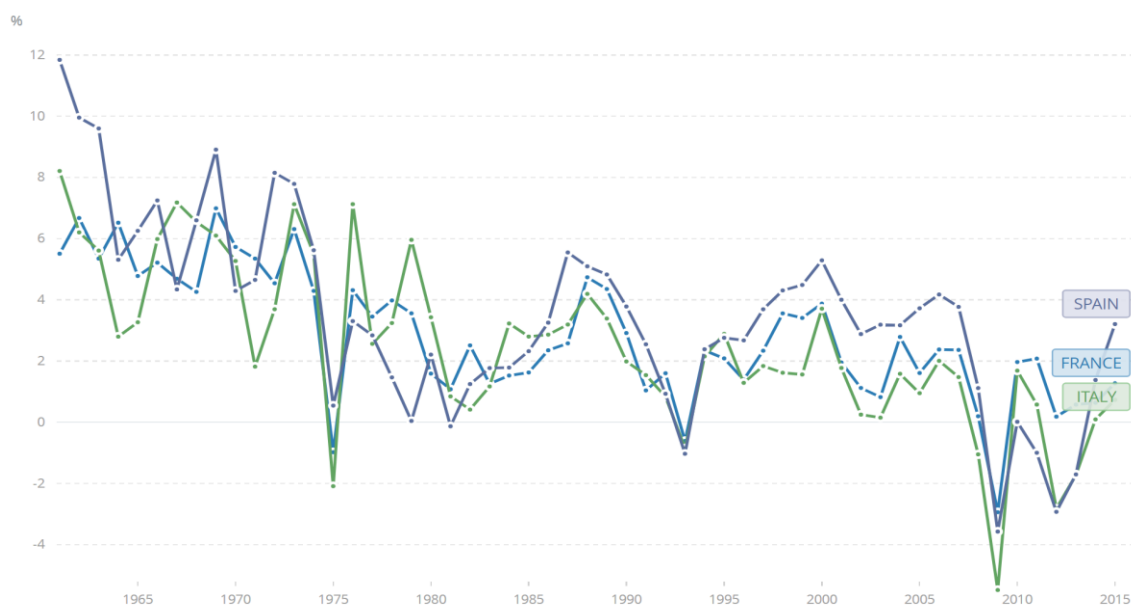


Graphique 1 : Croissance annuelle du PIB de la zone euro entre 1999 et 2015.

Source : Banque Mondiale. (2017). Croissance du PIB (annuel %). Récupéré

de : <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?contextual=default&end=2015&locations=XC&start=1999>

Le graphique ci-dessus illustre la croissance annuelle du PIB de la zone euro depuis 1999. *Sur base de cette observation, nous aurions tendance à dire que la zone euro n'est pas optimale parce qu'elle n'a pas permis à ses pays membres de croître économiquement.* Des économies importantes comme l'Espagne, l'Italie ou la France ne peuvent pas affirmer être en meilleure situation actuellement qu'il y a 15 ans (voir graphique 2).



Graphique 2 : Croissance annuelle du PIB de l'Espagne, de la France et de l'Italie entre 1999 et 2015.

Source : Banque Mondiale. (2017). Croissance du PIB (annuel %). Récupéré de :

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=FR-IT-ES>

1.2.2 Comparaison entre la zone euro et la théorie monétaire

Au regard de la croissance économique des pays membres de la zone euro, nous serions tenté de dire qu'elle n'est pas optimale. Néanmoins, la réponse à cette question nécessite une analyse plus approfondie. C'est pourquoi, nous analysons la zone euro à travers les différents mécanismes proposés par la théorie monétaire liée zones monétaires optimales. Plus précisément, nous allons observer ce qu'il en est des mécanismes, proposés par la théorie monétaire, pour garantir le fonctionnement optimal d'une zone monétaire.

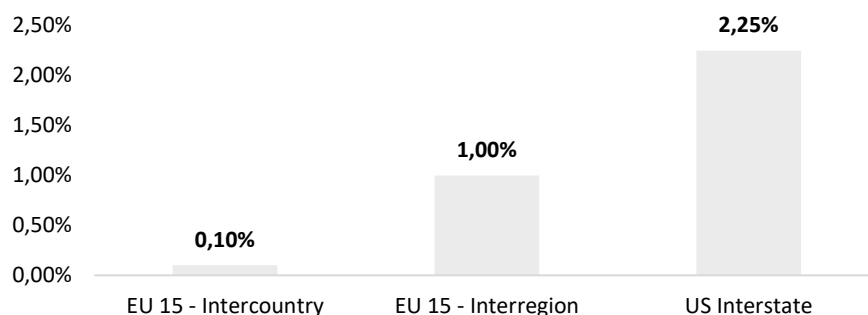
Nous l'avons vu, la théorie des zones monétaires optimales a fait l'objet de nombreuses critiques. C'est pourquoi, afin de juger objectivement de la situation actuelle de la zone euro, il nous faut une autre référence, plus pratique. Nous comparerons la situation de la zone euro avec celle des Etats-Unis, considérés comme zone monétaire optimale par certains économistes. Comme nous le verrons, leur situation n'est pas tout à fait comparable. La Banque Centrale Européenne, par exemple, est beaucoup plus indépendante que la Federal Reserve, la Banque Centrale américaine. Néanmoins, cet éclairage nous aidera à mieux comprendre les dysfonctionnements de la zone euro.

1.1.6.1 La mobilité de la main d'œuvre

La première condition théorique, nécessaire pour garantir l'optimalité d'une zone monétaire, concerne la mobilité de la main d'œuvre. Celle-ci permettrait à l'un des pays membres de revenir à l'équilibre après avoir subi un choc de demande négatif, par exemple, sans devoir supporter des coûts économiques importants.

En 2008, la Commission Européenne publiait une étude comparative entre la zone euro et les Etats-Unis. Dans celle-ci, elle attirait *l'attention sur la faible mobilité de la main d'œuvre au sein de la zone euro, l'inverse de ce que l'on devrait normalement observer pour considérer que la zone euro soit optimale au sens de Mundell*. L'étude révélait que *la mobilité de la main d'œuvre européenne, disposant de la nationalité, était très faible, puisqu'elle ne s'élevait qu'à 0.1%*. Néanmoins, pour que la situation puisse être comparée à celle des Etats-Unis, la Commission Européenne a également indiqué dans ses analyses la mobilité interrégionale. Dans ce cas, les résultats sont logiquement quelque peu meilleurs, puisque la mobilité s'élève à près de 1%. Sur le graphique ci-dessous, il semble clair que la situation de la zone euro en 2008 était bien plus défavorable que celle des Etats-Unis, que certains considèrent comme « idéal théorique ». En 2008, la mobilité de la main d'œuvre au sein des Etats-Unis s'élevait à 2.25% !

Mobilité de la main d'oeuvre en Europe et aux Etats-Unis, 2008



Graphique 3 : Mobilité de la main d'œuvre en Europe et aux Etats-Unis en 2008.

Source : Commission Européenne. (2008). *Mobilité géographique dans l'Union Européenne*. Récupéré de : <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=89&langId=fr&newsId=385>

Des études plus récentes ont été publiées par la Commission Européenne. Celles-ci concernaient l'Europe et non la zone euro. En 2014, la Commission Européenne soulignait que la mobilité de la main d'œuvre au sein de l'Union Européenne avait augmenté depuis 20 ans (voir annexe 1), mais qu'elle restait très faible si on la comparait à celle des Etats-Unis, par exemple. En 2013, seulement 4% de la population européenne en âge de travailler vivait dans un pays européen différent de son pays de naissance (voir annexe 2), contre 30% aux Etats-Unis.

La mobilité au sein de la zone euro est faible. Mais, il est intéressant d'analyser sa réaction suite à un choc asymétrique. En 2007, une étude importante a été réalisée par L'Angevin (2007), qui se basait sur ceux de Blanchard et Katz (1992) et de Bruno et Fuss (1999). Ces travaux avaient pour objectif d'étudier l'effet d'un choc asymétrique négatif de demande de 1% sur l'emploi, le taux de chômage, le taux de participation et la mobilité de la main d'œuvre (voir annexe 3). Malheureusement, ces-derniers ont eu recours à des données nationales, et non régionales, idéales pour comparer la zone euro aux Etats-Unis.

Dans la zone euro, nous pouvons observer que les variations à court terme du taux de chômage¹ et du taux de participation² sont plus importantes qu'aux Etats-Unis. Comme le décrit L'angevin (2007), une baisse de 1% du taux de l'emploi³ conduit à une augmentation du taux de chômage de 0.33% et une décroissance du taux de participation de 0.44% pourcents. Aux Etats-Unis, l'augmentation du taux de chômage et la baisse du taux de participation sont moins importantes.

¹ Selon Sloman et Wride (2014), le taux de chômage est le rapport entre le nombre de personnes sans emploi, en âge de travailler, immédiatement disponible au taux de salaire courant et la population active (c'est-à-dire l'ensemble des personnes en âge de travailler).

² Le taux d'emploi est « le rapport entre le nombre d'actifs occupés et la population totale en âge de travailler correspondante » (Sloman et Wride, 2014, p.382).

³ Le taux de participation d'un groupe donné est « le rapport entre des personnes actives de ce groupe et la population totale en âge de travailler » (Sloman et Wride, p.382). La différence avec le taux d'emploi se situe dans le fait que le taux de participation prend en compte les chômeurs dans le nombre d'actifs, alors que le taux d'emploi ne tient compte que des actifs occupés.

Le taux de chômage augmente de 0.22% et le taux de participation décroît de 0.34%. Mais, les divergences se creusent davantage à moyen terme. *Il est intéressant d'observer, qu'aux Etats-Unis, le taux de chômage et le taux de participation retrouvent leur niveau 5 à 7 ans seulement après le choc. Dans la zone euro, les taux de chômage et de participation ne récupèrent leur niveau qu'après 15 à 20 ans !*

Cependant, pour rendre la comparaison entre la zone euro et les Etats-Unis pertinente, L'Angevin (2007) souligne la nécessité, comme Blanchard et Katz, de traduire ces résultats en termes de changement de main d'œuvre. Les graphiques ci-dessous illustrent les variations du taux de chômage, du taux d'emploi et du taux de participation lorsque le nombre de travailleurs diminue de dix unités.

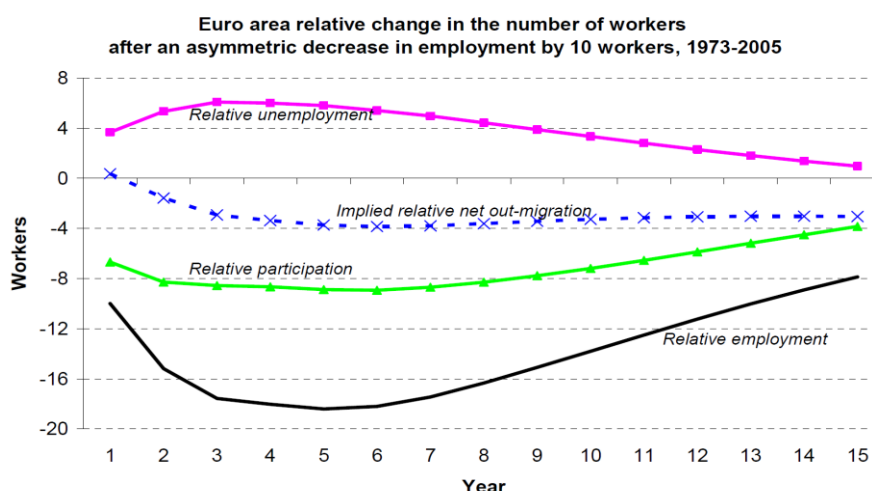


FIGURE 5 EVOLUTION DU NOMBRE DE TRAVAILLEURS DANS LA ZONE EURO APRÈS UN CHOC ASYMÉTRIQUE DE 10 TRAVAILLEURS.

Source : L'Angevin, C. (2007). Labour market adjustment dynamics and labour mobility within the euro. Paris: DGTPE.

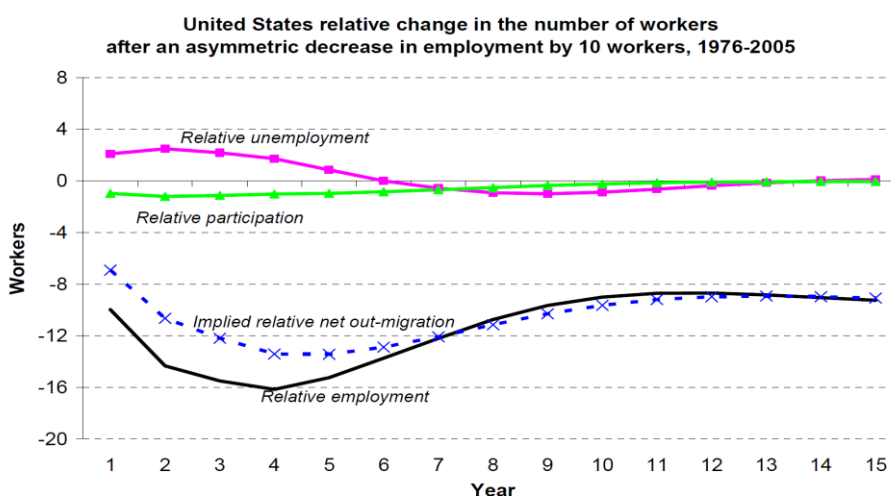


FIGURE 6 EVOLUTION DU NOMBRE DE TRAVAILLEURS AUX ETATS-UNIS APRÈS UN CHOC ASYMÉTRIQUE DE 10 TRAVAILLEURS.

Source : L'Angevin, C. (2007). Labour market adjustment dynamics and labour mobility within the euro. Paris : DGTPE.

Sur le graphique ci-dessus, nous remarquons qu'aux Etats-Unis une baisse du nombre de travailleurs de 10 unités augmente le taux de chômage de 2 travailleurs et réduit le taux de participation de l'ordre d'1 travailleur. Au contraire, dans la zone euro, une baisse de l'emploi de l'ordre de 10 travailleurs augmente le taux de chômage de 3 travailleurs et réduit le taux de participation de l'ordre de 7 travailleurs. Ce qui est important de souligner ici, c'est la réaction du taux de participation. Celle-ci traduit en réalité le fait *qu'aux Etats-Unis lorsque le chômage augmente, les travailleurs migrent vers d'autres régions, plus riches, afin de trouver un nouvel emploi, ce qui est beaucoup moins le cas au sein de la zone euro* ! La chute du taux de participation de la zone euro illustre le fait, qu'une fois licenciés, les travailleurs ne cherchent pas à changer de région pour trouver du travail. Ces études démontrent donc, d'une part, que la mobilité de la main d'œuvre de la zone euro reste très faible et, d'autre part, que les mécanismes dont elle dispose ne lui permettent pas de s'ajuster à court terme à ces chocs asymétriques.

Suite à la crise financière en 2007 et à la crise des dettes souveraines en 2012, Arpaia et al. (2014) ont tenté de mettre à jour cette étude. Leurs résultats permettent de conclure que tout n'est pas négatif, mais que la zone euro a encore beaucoup de progrès à réaliser si elle veut réduire le coût économique et social des chocs asymétriques. Les pays les plus touchés, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Portugal, par ces crises ont vu leur population quitter le pays (voir annexe 4). *La main d'œuvre a donc réagi à ces chocs, mais peut-être trop faiblement*. En effet, l'annexe 5 illustre les réponses de l'emploi, du taux de chômage, du taux d'activité et de la mobilité de la main d'œuvre à un choc de demande idiosyncratique de 1.1%. Nous pouvons observer que le choc atteint son peak après 4 ans, et durera plus de 5 ans. En ce qui concerne la mobilité du travail, celle-ci croît de 0.3% la première année et atteindra son peak après 10 ans. Plus précisément, la mobilité du travail absorbe 25% du choc la première année et 60% de ce choc sera absorbé après seulement 10 ans grâce à la migration. La Commission Européenne (2014) souligne le rôle essentiel que joue la mobilité de la main d'œuvre pour absorber de tels chocs. Mais, celle-ci n'est réellement efficace qu'après quelques années. En fait, *les résultats indiquent que la mobilité de la main d'œuvre devient la forme principale d'ajustement après un peu moins de 8 ans. Comme nous le mentionnions ci-dessus, ces analyses nous permettent d'observer que la main d'œuvre est relativement mobile en Europe, qu'elle réagit à des chocs asymétriques tels que les crises que l'Europe a connues, mais la mobilité reste trop faible à court terme*. Tout n'est donc pas négatif, surtout que l'effet d'appartenance à l'Europe sur la mobilité de la main d'œuvre est très positif, puisque la réponse du taux de chômage est plus rapide et moins persistante durant la période post-euro (voir annexe 6).

Plusieurs questions se posent donc. Comment les Etats-Unis parviennent-ils à assurer une meilleure mobilité de leur main d'œuvre que la zone euro ? Plusieurs facteurs rendent la mobilité au sein de la zone euro moins aisée que la mobilité interrégionale américaine. En effet, il paraît simple en théorie d'envisager de changer de pays pour avoir de meilleures perspectives de carrière.

Mais, en pratique, Baldwin et Wyplosz (2015) soulignent qu'il faut prendre en compte plusieurs facteurs :

- ✓ Le coût du déménagement, en ce compris la vente de son logement ainsi que l'achat d'un nouveau.
- ✓ *La nouvelle situation sur le marché de l'emploi.*
 - Sauf propositions concrètes de travail, les migrants ne connaissent pas les perspectives de carrière qui les attendent.
 - De plus, ces-derniers sont dans l'incertitude quant à leurs revenus futurs, sur lesquels ils pourront compter notamment pour financer leur nouveau logement.
- ✓ *Les nouveaux régimes fiscaux.* Au sein de la zone euro, les régimes de taxation diffèrent encore fortement entre les pays membres.
- ✓ La nouvelle situation familiale. Souvent, les travailleurs ne migrent pas seuls. Les critères mentionnés ci-dessus risquent donc d'impacter la famille dans son ensemble.
- ✓ *Les protections sociales différentes.* Malgré leur appartenance à la zone euro, les pays membres ne disposent pas tous des mêmes acquis sociaux.

Les facteurs mentionnés ci-dessus sont d'ordre économique. Néanmoins, les facteurs économiques, bien qu'importants, ne sont pas toujours les plus déterminants. Baldwin et Wyplosz (2015) attirent l'attention sur d'autres limites au sein de la zone euro :

- ✓ Les différences culturelles : la langue, la religion, les traditions.
- ✓ L'engagement pour son pays, le patriotisme.
- ✓ L'intégration dans son nouveau pays. Le prix Nobel américain, Joseph Stiglitz (2016), mentionne les nombreux débats au sein de la zone euro pour se mettre d'accord sur le nombre d'années que doit vivre un immigré dans le pays d'accueil avant de pouvoir voter, ou obtenir certains acquis sociaux.

Stiglitz (2016) souligne également une différence majeure entre la zone euro et les Etats-Unis concernant les mécanismes mis en place en cas de crise. Aux Etats-Unis, lorsqu'une région est touchée par un choc, elle bénéficiera tôt ou tard d'aides de la part du gouvernement fédéral. Les citoyens feront appel au programme de sécurité sociale ou au programme national pour la santé. Ce n'est malheureusement pas le cas au sein de la zone euro. Ces programmes sont financés par le gouvernement national, non pas par la zone euro. Donc, si la Grèce est en crise, il est évident que ces programmes ne pourront être aussi efficaces qu'aux Etats-Unis. D'autant plus que le budget européen est très faible, ne représente qu'1% du PIB de la zone (Commission Européenne, 2016) et n'a pas vocation, comme le rappellent Bénassy-Quéré et Coeuré (2014), de soutenir économiquement les pays membres.

1.1.6.2 La flexibilité des salaires

Comme développé en théorie, lorsque plusieurs pays abandonnent leur monnaie au profit d'une monnaie unique, ils perdent un instrument de politique monétaire fondamental pour pouvoir s'adapter aux chocs asymétriques, à savoir le taux de change. Pour compenser cette perte, il est impératif, selon Mundell, que deux conditions complémentaires soient remplies : la mobilité de la main d'œuvre à travers la zone monétaire et la flexibilité des salaires.

Comme le définissent Heinz et Rusinova (2011) dans leur travail, la flexibilité des salaires représente la réactivité des salaires réels aux chocs impactant le taux de chômage. Malheureusement, les résultats s'avèrent mitigés pour la zone euro. En effet, *à court terme, les salaires sont flexibles. Mais, Heinz et Rusinova (2011) soutiennent que cet effet est rapidement compensé par le phénomène d'hystérèse*. En économie, ce concept désigne « la persistance d'un phénomène économique alors que sa cause principale a disparu » (Sloman et Wride, 2014, p.566). Dans notre cas, le phénomène économique est la persistance du chômage. *Cela signifie qu'à partir du moment où le chômage persiste pendant trop longtemps, ce qu'on appelle effet d'hystérèse, il réduit la flexibilité des salaires et il n'influence plus les salaires*. Le mécanisme a également été démontré par Layard et al. (2006). En réalité, après un choc de demande négatif, les entreprises ont tendance à réduire leur main d'œuvre. Mais, ceux qui sont presque sûrs de garder leur emploi, vont donc mettre une pression à la hausse sur les salaires à travers des facteurs institutionnels, les mécanismes d'indexation notamment, ce qui prolongera la persistance du chômage.

Par ailleurs, les travaux de Heinz et Rusinova (2011) démontrent que l'importance de la flexibilité des salaires varie selon les cycles économiques. Lorsque le chômage est inférieur au NAIRU⁴ pendant une reprise économique, la rigidité des salaires ne pose pas de problème. A l'inverse, la flexibilité des salaires devient impérative en situation de décroissance économique. Cette notion est donc liée aux différences de taux d'inflation. Malheureusement, le taux d'inflation actuel de nombreux pays membres de la zone euro est nul, voire négatif, ce qui pèse davantage sur la croissance économique de ces pays.

La régulation du marché de l'emploi, en fonction des pays, est une autre composante essentielle de la flexibilité des salaires, selon Du Caju et al. (2008). Les résultats sont intéressants en ce sens que les pays dans lesquels les salaires sont les moins flexibles sont les pays où le marché de l'emploi est le plus régulé. A l'inverse, les pays où le marché de l'emploi est le plus dérégulé bénéficient d'une flexibilité des salaires plus importante. Or, au sein de la zone euro, les pays membres ne disposent pas des mêmes régulations concernant leur marché de l'emploi. Il existe en réalité trois « catégories » de pays au sein de la zone euro selon leur régulation. La première

⁴ Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment. En français, ce terme désigne « le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation, aussi appelé chômage structurel » (Sloman et Wride, 2014, p.573).

catégorie comporte l'essentiel des pays membres de la zone euro : Autriche, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal. Heinz et Rusinova (2011) soulignent que ces pays sont caractérisés par la dominance de négociations salariales sectorielles, une grande importance accordée aux accords collectifs et l'absence de coordination salariale, mis à part le salaire minimum légal. La seconde catégorie : Belgique, Chypre, Finlande, Luxembourg, Slovaquie et Espagne diffère légèrement de la première en ce sens que le gouvernement joue un rôle plus important, notamment en termes de coordination : indexation des salaires, accords intersectoriels.... Enfin, la troisième catégorie : l'Estonie, par exemple, comprend les pays dont le système est beaucoup plus dérégulé. Les différents modes de fonctionnement entre les pays membres constituent donc une contrainte importante à l'optimalité de la zone euro.

Dans une étude publiée en 2015, *le parlement européen souligne la rigidité des salaires de la zone euro. Le graphe ci-dessous illustre l'hétérogénéité de la croissance des salaires entre les différents pays membres de la zone euro*. Comme l'explique le parlement européen, de nombreux pays ont connu des taux de croissance de salaires plus qu'acceptables dans les années 2000-2008, mis à part l'Allemagne étant donné les accords conclus avec les syndicats pour limiter cette hausse des salaires. Malheureusement, les divergences entre les pays membres se sont accrues. En 2005, lorsque les salaires diminuaient de 0.14% en Allemagne, ils augmentaient respectivement de 11.4%, 7.7%, 5.0% et 3.8% en Irlande, en Espagne, en Italie et en France. Aussi, la crise financière de 2008 n'a fait qu'accroître ces divergences.

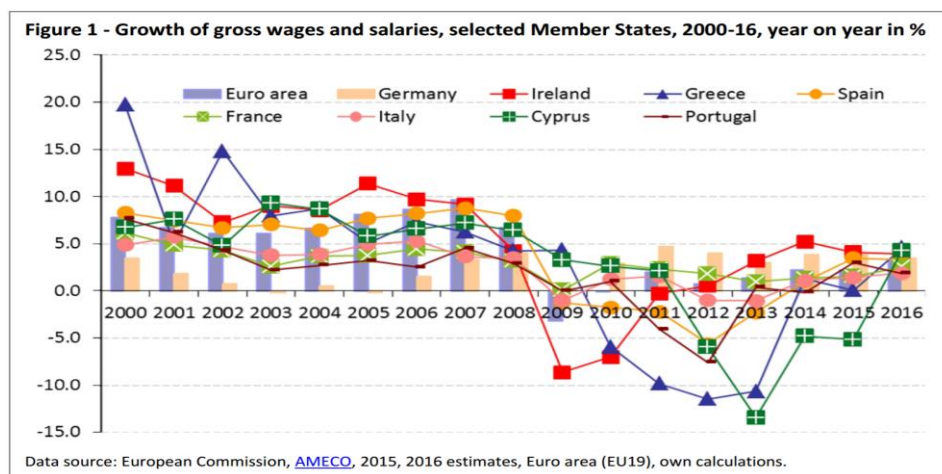


FIGURE 7 CROISSANCE DES SALAIRES DANS LES ETATS MEMBRES DE LA ZONE EURO DE 2000 À 2016.

Source : Parlement Européen. (2015). *Croissance des salaires dans les Etats membres, de 2000 à 2016*. Récupéré de : « Développement des salaires dans la zone euro ? De plus en plus inégal ? »

Mais, le parlement européen souligne que la croissance des salaires en tant que telle ne signifie pas grand-chose. En tout cas, elle ne permet pas de comparer de manière juste les revenus entre les pays. Pour cela, il faut se référer au PIB par habitant. Malheureusement, force est de constater, qu'en 2015, l'hétérogénéité entre les pays membres de la zone euro s'était même accrue (voir graphique ci-

dessous). D'aucuns l'auront compris, *les divergences des pays membres concernant leur niveau de flexibilité des salaires ne permettent pas à la zone de fonctionner de manière optimale, en ce sens que l'ajustement d'un pays membre après un choc asymétrique reste très compliqué.*

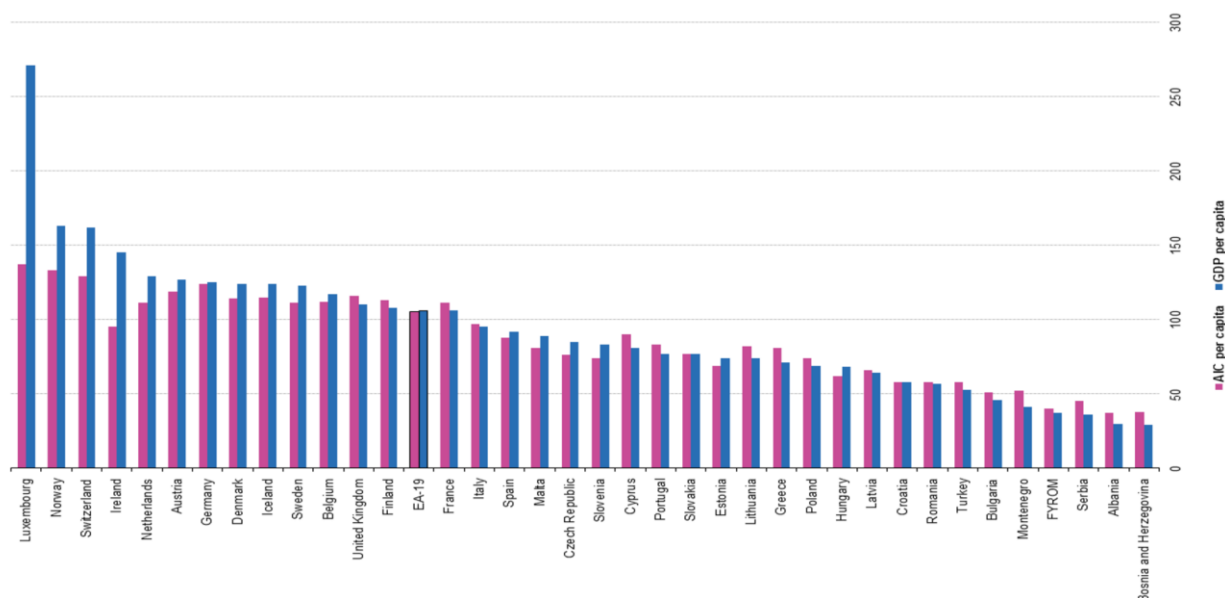


FIGURE 8 PIB PAR HABITANT, CONSOMMATION PAR HABITANT ET INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION EN 2015.

Source : Commission Européenne. (2016). *PIB par habitant, consommation par habitant et indice des prix à la consommation*. Récupéré de : http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/GDP_per_capita_consumption_per_capita_and_price_level_indices

1.1.6.3 Intégration fiscale

En théorie, nous faisons référence à Kenen (1969), qui a mis en avant le fait que l'optimalité d'une zone monétaire dépendrait des mécanismes fiscaux supranationaux mis en place afin de transférer le capital vers les pays ayant subi un choc asymétrique, ce qui empêcherait le déséquilibre économique de la zone monétaire. Ce mécanisme compenserait donc, comme la mobilité de la main d'œuvre et la flexibilité des salaires, la perte de souveraineté des pays membres sur leur politique monétaire nationale en ce sens qu'elle réduirait la nécessité d'intervention de la politique monétaire unique.

Stiglitz (2016) confirme que la politique fiscale joue un rôle essentiel en ce sens qu'elle permet d'éviter de ne reposer que sur la politique monétaire lors d'un ajustement macroéconomique. Lorsqu'une économie est en bas de cycle, une politique fiscale coordonnée stimule les investissements dans les régions qui en ont le plus besoin. Malheureusement, *cette coordination n'a toujours pas été mise en place au niveau de la zone euro*. L'exemple le plus souvent cité concerne *les différences des taux de taxation selon les pays membres (voir annexe 7) qui, comme le démontrent*

Gelmell et Kneller (2003) et Mele et Corbonne (2015), conduisent à créer des paradis fiscaux et empêchent la zone euro de croître de manière homogène.

1.1.6.4 Similarité des taux d'inflation

Comme mentionné en théorie, l'essentiel de l'équilibre d'une zone monétaire se trouve, pour Fleming (1971), au niveau de l'inflation. Ce-dernier affirme que les divergences inflationnistes entre les pays membres révèlent des différences structurelles, qui empêcheront la zone monétaire d'être optimale. C'est pourquoi, selon lui, les pays membres doivent avoir des taux d'inflation faibles et similaires à travers le temps pour pouvoir faciliter la politique monétaire unique et ainsi garantir la stabilité de la zone monétaire.

Or, les taux d'inflation des pays membres de la zone euro ont rapidement divergé (annexe 8), ce qui confirme les différences de structure des économies de la zone euro. L'hétérogénéité des niveaux du commerce (en pourcentage du PIB des pays membres, annexe 9) ainsi que l'évolution du commerce intra-zone confirme également de réelles différences structurelles entre les économies des pays membres. Si les niveaux restent relativement stables entre 2001 et 2016, nous observons des différences entre les pays membres aussi bien au niveau de l'importance du commerce dans leur PIB, que de l'évolution de l'ouverture de ces pays à travers le temps. Les pays membres ne sont donc pas actuellement en mesure de bénéficier des avantages de l'appartenance à la zone euro.

Les divergences inflationnistes et commerciales des pays membres de la zone euro illustrent donc la théorie de Fleming, selon laquelle les pays qui forment une zone monétaire doivent avoir des taux d'inflation similaires, sous peine de déstabiliser la zone monétaire, ce qui est le cas de la zone euro. La Banque Centrale est dès lors dans une position difficile en ce sens qu'elle doit faire face à des problèmes différents : choisir de stimuler les exportations ou les importations avec un seul instrument de politique monétaire, un seul taux de change. Par conséquent, les ajustements d'un pays qui a subi un choc asymétrique risqueront d'être difficiles.

1.1.6.5 Intégration politique

Mintz (1970) maintenait que l'intégration politique était la dimension centrale d'un projet comme la création d'une zone monétaire, parce qu'elle permettrait une coordination optimale des politiques économiques à adopter. Sans cette coordination, la stabilité de la zone monétaire serait remise en question. Ceci est d'autant plus vrai dans le cas de la zone euro, que les divergences économiques initiales nécessitent une grande capacité d'adaptation. Il est évident que certaines politiques économiques iraient à l'encontre des intérêts de quelques pays ; d'où l'importance de trouver un consensus.

Malheureusement, *l'intégration politique est une des dimensions les plus discutées depuis la création de la zone euro*. De nombreux événements l'ont illustré à maintes reprises, notamment lors des négociations sur la dette de la Grèce. Baldwin et Wyplosz (2015) mentionnent un article dans lequel certains journalistes allemands qualifient les grecs de gens paresseux et prônent une sortie de la Grèce de la zone euro, ce qui illustre la montée des mouvements nationalistes.

Par ailleurs, chaque année la Commission Européenne publie des enquêtes concernant l'Union Européenne. En 2015, peu de citoyens européens se sentaient réellement européens. Lorsque la question : « Vous sentez-vous nationaux et européens ? », la majorité des pays se situe entre 50% et 60%. Plus d'un quart des pays se situe même en-dessous des 50%, ce qui illustre la peine de l'Europe à fédérer ses différents membres (voir annexe 10).

En résumé, nous avons tenté d'évaluer si la zone euro est une zone monétaire optimale. Plus précisément, nous avons analysé les mécanismes qui permettent aux économies de la zone euro de réduire au minimum les coûts de leur appartenance à la zone afin de bénéficier des avantages qui y sont liés. Rappelons que l'inconvénient majeur de la formation d'une zone monétaire pour les pays membres est de ne plus pouvoir bénéficier de leur souveraineté sur leur politique monétaire, ce qui les empêche potentiellement de s'ajuster aux chocs asymétriques sans devoir en supporter des coûts économiques importants.

Le premier mécanisme identifié par Mundell (1961) est la mobilité de la main d'œuvre. Arpaia et al. (2014) concluaient que la main d'œuvre a réagi aux chocs de la crise financière en 2007 et de la crise des dettes souveraines en 2012, mais trop faiblement. La Commission Européenne (2014) souligne le rôle essentiel que joue la mobilité de la main d'œuvre pour absorber de tels chocs, mais la mobilité au sein de la zone euro n'est réellement efficace qu'après quelques années, ce qui ne suffit pas pour permettre l'ajustement d'un pays membre après un choc asymétrique. Ces résultats s'expliquent par la présence d'un certain nombre de barrières, qui restent un frein important à la mobilité de la main d'œuvre au sein de la zone euro. Parmi celles-ci, nous pouvons notamment citer les différences culturelles, les différences concernant les systèmes de protection sociale, les différences sur le marché de l'emploi ou encore les différents régimes fiscaux.

Nous nous sommes, ensuite, intéressé à la flexibilité des salaires, deuxième condition développée par Mundell pour favoriser l'ajustement d'un pays membre après un choc asymétrique. A court terme, les salaires sont flexibles, mais Heinz et Rusinova (2011) soutiennent que cet effet se réduit rapidement si le chômage persiste pendant trop longtemps. Par ailleurs, les travaux de Heinz et Rusinova (2011) démontrent que la flexibilité des salaires devient impérative en situation de décroissance économique. Malheureusement, le taux d'inflation actuel de nombreux pays membres de la zone euro est nul, voire négatif, ce qui pèse davantage sur la croissance économique de ces pays. Enfin, les différents modes de fonctionnement des marchés de l'emploi entre les pays membres constituent aussi une contrainte importante à l'optimalité de la zone euro.

En 2015, le parlement européen soulignait la rigidité des salaires de la zone euro, ce qui expliquerait l'hétérogénéité de la croissance des salaires au sein de certains pays membres de la zone euro.

En outre, les divergences inflationnistes et commerciales des pays membres de la zone euro rendent la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne difficile en ce sens qu'elle doit faire face à des problèmes différents (choisir de stimuler les exportations ou les importations) avec un seul instrument de politique monétaire (un seul taux de change). Les ajustements d'un pays qui a subi un choc asymétrique risqueront donc d'être compromis.

De plus, l'absence des mécanismes fiscaux supranationaux au sein de la zone euro, chers à Kenen (1969) et qui devraient transférer le capital vers les pays ayant subi un choc asymétrique et, de ce fait, réduire les coûts liés à cet ajustement, empêchent également son fonctionnement optimal. L'exemple le plus souvent cité concerne les différences des taux de taxation selon les pays membres.

Pour Mintz (1970), l'intégration politique était la dimension centrale d'un projet comme la création d'une zone monétaire, et particulièrement dans le cas de la zone euro, au sein de laquelle les divergences économiques initiales nécessitent une grande capacité d'adaptation. Malheureusement, l'intégration politique est une des dimensions les plus discutées depuis la création de la zone euro. De nombreux événements ont illustré à maintes reprises, notamment lors des négociations sur la dette de la Grèce, que les dirigeants européens ont du mal à trouver un consensus. Par ailleurs, peu de citoyens européens se sentiraient réellement européens.

Enfin, le système bancaire commun, auquel fait référence De Grauwe (2016), qui transférerait le capital des pays « forts » vers les pays qui ont subi un choc asymétrique et réduirait ainsi la nécessité d'intervention de la politique monétaire unique, n'est toujours pas complètement en place au sein de la zone euro où les banques nationales dépendent encore des gouvernements nationaux.

En conclusion, la zone euro ne peut être considérée comme optimale étant donné qu'elle ne satisfait aucun critère établi par la théorie monétaire et ne possède donc, à l'heure actuelle, aucun mécanisme permettant à un de ses pays membres de s'ajuster après un choc asymétrique sans devoir potentiellement en supporter des coûts économiques importants.

1.2.3 Idéologie mise en œuvre lors de conception de la zone euro

Dans la section précédente, nous avons vu que les pays membres de la zone euro ne disposaient pas des mécanismes qui réduiraient au minimum les coûts de leur appartenance à la zone et de bénéficier des avantages qui y sont liés. Rappelons que l'inconvénient majeur de la formation d'une zone monétaire pour les pays membres est de ne plus pouvoir bénéficier de leur souveraineté sur leur politique monétaire, ce qui les empêche potentiellement de s'ajuster aux chocs asymétriques sans devoir supporter des coûts économiques importants.

- Pour quelles raisons ces mécanismes sont-ils inefficaces au sein de la zone euro ?
- Quelle a été l'idéologie à l'origine de la création de la zone euro ?

Nous répondons à ces questions dans cette section, ce qui nous permettra d'identifier les mesures que doivent entreprendre les dirigeants pour que les pays membres trouvent leur intérêt à appartenir à la zone euro.

Comme nous le mentionnions en théorie, la formation d'une zone monétaire implique l'abandon des différentes politiques monétaires nationales au profit d'une politique monétaire unique. *Lors de la ratification du Traité de Maastricht, en 1992, les dirigeants européens ont opté pour la séparation de la politique monétaire et de la politique budgétaire.* Ce n'est pas le cas aux Etats-Unis, par exemple, où la politique monétaire et la politique budgétaire sont toutes deux fédérales. Au sein de la zone euro, comme le rappelle Bénassy-Quéré et Cœuré (2014), le transfert de souveraineté ne concerne que la gestion de la monnaie, cette-dernière étant confiée à la Banque Centrale Européenne. La politique budgétaire, elle, reste sous la responsabilité des gouvernements nationaux. L'objectif principal est d'éviter que la BCE ne doive intervenir pour assurer la solvabilité des gouvernements en devant racheter leur dette. Au regard du rôle actuel de la BCE⁵, cet objectif ne semble pas atteint. En outre, au vu de la situation macroéconomique actuelle des pays membres, le fait de confier la politique budgétaire uniquement aux gouvernements nationaux ne semble pas efficace. Nous allons tenter d'en comprendre les raisons.

Rappelons brièvement le rôle de la politique budgétaire. Celle-ci fait force de stabilisateurs automatiques lors des variations de cycle économique. C'est une politique anticonjoncturelle. Prenons l'exemple d'une haute conjoncture, ce qui correspond à un écart positif entre la production effectivement réalisée et la production potentielle. Lors de cette période, les revenus fiscaux augmentent et les dépenses sociales diminuent, ce qui contribue à réduire la demande et à atténuer la reprise du cycle. Ce mécanisme fonctionne également en basse conjoncture. Dans notre exemple, la politique budgétaire pourrait intervenir en réduisant davantage les dépenses sociales ou en tentant d'augmenter les recettes fiscales, ce qui limiterait encore plus la hausse du cycle. Au sein de

⁵ La BCE a lancé en 2012 l'Opération Monétaire sur titres, suite à laquelle « elle rachète massivement des titres de dettes aux acteurs financiers, notamment des bons du trésor ou des obligations d'entreprise, et dans certaines circonstances des titres adossés à des actifs comme des titres hypothécaires » (Banque Centrale Européenne, 2012).

la zone euro, l'objectif de la politique budgétaire est d'agir sur les chocs asymétriques, les chocs symétriques étant traités par la politique monétaire.

Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) rappellent que *pour que les gouvernements nationaux puissent utiliser la politique budgétaire de manière efficace, il faut que les niveaux d'endettement et de déficit soient limités*. En effet, un déséquilibre trop important des dépenses publiques d'un des pays membres de la zone monétaire pourrait avoir des conséquences sur les autres pays membres, ce qui obligerait la Banque Centrale à intervenir et l'empêcherait de se concentrer uniquement sur la stabilité des prix. L'importance de la limitation de l'endettement public et du déficit public, justifient donc « le pacte de stabilité et de croissance » que les dirigeants européens ont décidé de mettre en place. Celui-ci exige que le déficit public n'excède pas 3% du PIB du pays concerné, sous peine d'amende et que la dette publique ne dépasse pas 60% du PIB du pays concerné (l'annexe 11 le détaille davantage). L'idée n'est pas de décourager l'utilisation de la politique budgétaire pour faire face à un ralentissement économique, mais de laisser agir les stabilisateurs automatiques et de laisser aux pays membres une marge de manœuvre pour réduire leur éventuel déficit.

Le problème se pose lorsque le déficit d'un pays membre a déjà atteint 3% du PIB et, par conséquent, les critères empêchent le pays membre de s'ajuster en recourant à la politique budgétaire, ce qui aggrave sa situation. Or, c'est exactement ce qu'il s'est passé durant la crise financière en 2007. Les pays membres de la zone euro, qui avaient subi ce choc asymétrique, ne pouvaient pas relancer leur économie parce que leur déficit dépassait déjà les 3%. En fait, de nombreux pays membres ne respectaient pas les critères de Maastricht avant la crise financière en 2007, et encore moins aujourd'hui. Ces pays étaient en crise et sont tombés, en pratiquant une politique d'austérité (l'inverse de ce que la théorie keynésienne recommande), en récession. La politique budgétaire était devenue procyclique, alors que son rôle est d'être anticyclique ! Le défaut de ce Traité concerne donc l'incitation au respect des critères de convergence. Les sanctions, qui s'appliquaient lors du non-respect des critères, n'étaient pas suffisamment dissuasives. Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) soulignent même que la France et l'Allemagne ont suspendu l'application du pacte en 2003 précisément parce qu'ils ne le respectaient pas. Mais, l'erreur, plus grave, est de ne s'être concentré que sur le bilan, négligeant par conséquent les engagements hors bilan, comme l'engagement des Etats membres de sauver les banques « trop grandes pour faire faillite » (too big to fail banks).

Les pays membres de la zone euro n'étaient donc pas armés pour faire face à l'énorme choc asymétrique qu'a été la crise financière en 2007. Mais, comme le souligne Stiglitz (2016), au regard de la structure de la zone euro, une crise aurait eu lieu tôt ou tard. Il est vrai que la crise financière a eu un impact très néfaste sur les finances publiques (voir annexe 12). Mais, de nombreux gouvernements, hors zone euro, ont dû intervenir pour sauver certaines banques nationales, de

nombreux pays ont vu leurs recettes fiscales chuter spectaculairement après l'éclatement de cette bulle immobilière et, pourtant, comme le décrit Stiglitz (2016), en 2015, le PIB des pays européens qui n'avaient pas l'euro avait augmenté de 8.1% par rapport à 2007, alors que le PIB de ceux qui utilisaient la monnaie unique n'était que 0.6% supérieur à celui de 2007. Cette observation illustre que certains risques avaient été identifiés, mais pas correctement pris en compte par les dirigeants européens. La crise financière et le fait qu'elle se transforme petit à petit en crise des dettes souveraines, qui a, elle-même, engendré la crise politique et sociale que nous connaissons aujourd'hui, illustre les défauts du Traité de Maastricht.

Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) en identifient trois défauts principaux :

- Le premier est en lien avec la théorie monétaire, développée par Mundell, qui insistait sur la nécessité de flexibilité des salaires et sur la mobilité de la main d'œuvre. En fait, il s'avère que celle-ci aurait permis aux Etats membres de la zone euro d'éviter la situation économique dans laquelle ils sont aujourd'hui. En effet, la flexibilité d'une économie compense le fait que les différences d'inflation entre les pays membres ne puissent plus être compensés par une dévaluation. Or, nous l'avons vu en théorie, cette flexibilité est nécessaire pour faire face à la perte de compétitivité en prix, qui affecte à la baisse la croissance économique et à la hausse du taux de chômage. Certains pays membres de la zone euro ont subi cette perte de compétitivité, sans en souffrir réellement parce qu'elle était compensée par le « boom » d'activité des secteurs non exposés à la concurrence internationale, comme la construction, les services, etc. Les gouvernements n'ont donc pas réagi suffisamment tôt.
- Le deuxième défaut du système de la zone euro est le fait que de nombreux pays aient connu des taux d'intérêts réels négatifs (l'inflation étant plus importante que le taux d'intérêt nominal), ce qui les incitait à s'endetter davantage. Or, cet endettement servait à alimenter la bulle spéculative immobilière, ce qui contribuait à augmenter l'inflation et donc à réduire à nouveau le taux d'intérêt réel. Les politiques budgétaires restrictives auraient permis à la zone euro de faire face à cette situation, mais nous avons vu qu'elles ont souvent été procycliques. C'est pourquoi, une meilleure coordination en termes de politiques de crédit et de contrôle bancaire aurait dû être mise en place.
- Enfin, alors que de nombreuses banques de la zone euro étaient insolvables, et que les Etats membres avaient accumulé les déficits et l'endettement, l'absence de monétisation, c'est-à-dire l'impossibilité de recours d'un pays à sa banque centrale nationale, a forcé les Etats membres à intervenir pour les sauver, ce qui n'a fait qu'aggraver leur situation.

En résumé, la formation d'une zone monétaire implique l'abandon des différentes politiques monétaires nationales au profit d'une politique monétaire unique. Les dirigeants européens ont opté pour la séparation de la politique monétaire et de la politique budgétaire, cette dernière restant sous la responsabilité des gouvernements nationaux. Mais, pour que celle-ci soit efficace, il faut que les niveaux d'endettement et de déficit soient limités, ce qui n'était pas le cas pour de nombreux pays membres de la zone euro. Par conséquent, lorsqu'ils ont dû relancer leur économie, suite au choc asymétrique qu'était la crise financière, les pays membres n'ont pu, compte tenu des limites imposées par le Traité de Maastricht, utiliser leur politique budgétaire. De plus, ces économies n'étaient pas suffisamment flexibles, comme le préconisait la théorie monétaire. Ils n'ont donc pu s'ajuster. Enfin, en l'absence de monétisation, ce sont les gouvernements, alors en difficulté, qui ont quand même dû intervenir pour sauver les banques nationales, ce qui n'a fait qu'aggraver leur situation. Par conséquent, il semble fondamental, à l'heure actuelle, de réformer le système de la zone euro de telle manière à ce que les Etats membres ne doivent plus assister les banques et que celles-ci bénéficient de l'intégration interbancaire.

1.3 Conclusion

En conclusion, depuis la crise financière de 2007, la situation de la zone euro ne cesse de se dégrader. Cette crise a atteint les dettes souveraines et s'est petit à petit transformée en crise politique et sociale, alimentant les mouvements « anti-euro ». C'est pourquoi, en répondant aux questions suivantes dans ce premier chapitre, nous avons apporté les premiers éléments de réponse à notre question de recherche, qui consiste à comprendre l'intérêt pour les pays membres de la zone euro de conserver la monnaie unique :

- Pourquoi la monnaie unique est-elle économiquement intéressante ?
- A quelles conditions ?
- La zone euro remplit-elle ces conditions ?

Nous avons vu que la zone monétaire est un accord d'un ensemble de pays acceptant la suprématie d'une seule monnaie. Cet accord a de nombreux avantages, comme l'élimination des coûts de transaction, la réduction de l'incertitude liée aux taux de change, qui devraient favoriser le développement économique des pays membres. Mais il comporte également un inconvénient majeur, à savoir la perte de la souveraineté des Etats sur leur politique monétaire. Ils ne peuvent, dès lors, compter que sur leur politique budgétaire pour répondre aux chocs asymétriques, qui ne leur garantissent pourtant pas d'éviter des coûts économiques importants. *La zone monétaire fonctionne donc de manière optimale lorsque les économies disposent des mécanismes leur permettant de s'ajuster aux chocs asymétriques (c'est-à-dire revenir à l'équilibre macroéconomique) sans devoir en supporter des coûts économiques importants et de bénéficier aussi des avantages liés à leur appartenance à la zone monétaire. Ces mécanismes, développés par la théorie monétaire, sont essentiellement la flexibilité des salaires, la mobilité de la main d'œuvre et l'intégration fiscale.*

Une fois le cadre théorique posé, nous avons analysé l'optimalité de la zone euro. Comme mentionné ci-dessus, celle-ci favorise *in fine* le développement économique des pays membres. Au regard de l'évolution de leur croissance économique, la zone euro n'est pas optimale. Mais, la théorie monétaire insiste sur la nécessité de certains mécanismes, que nous avons analysés. Arpaia et al. (2014) concluaient que *la main d'œuvre a réagi aux chocs de la crise financière en 2007 et de la crise des dettes souveraines en 2012, mais trop faiblement*. La Commission Européenne (2014) souligne que *la mobilité de la main d'œuvre au sein de la zone euro n'est réellement efficace qu'après quelques années, ce qui ne suffit pas pour permettre l'ajustement d'un pays membre après un choc asymétrique*. En outre, *les salaires sont flexibles à court terme, mais Heinz et Rusinova (2011) soutiennent que cet effet se réduit rapidement si le chômage persiste sur une trop longue période*. En 2015, le parlement européen soulignait la rigidité des salaires de la zone euro, qui entraînait l'hétérogénéité de la croissance des salaires au sein de certains pays membres de la zone euro. Par ailleurs, *les divergences inflationnistes et commerciales des pays membres de la zone euro rendent la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne. L'absence des mécanismes fiscaux supranationaux au sein de la zone euro*, chers à Kenen (1969) et qui devraient transférer le capital

vers les pays ayant subi un choc asymétrique et réduire, en même temps, les coûts liés à cet ajustement, empêchent également son fonctionnement optimal. Enfin, de nombreux événements ont illustré à maintes reprises, notamment lors des négociations sur la dette de la Grèce, que *les dirigeants européens ont du mal à trouver un consensus*. Pour toutes ces raisons, *la zone euro ne peut être considérée comme optimale parce qu'elle n'a pas permis aux pays membres de s'ajuster aux chocs asymétriques et donc de se développer économiquement*.

Compte tenu de la non optimalité de la zone euro, nous nous sommes intéressé à l'idéologie qui a mené à la création de la zone euro. Nous l'avons mentionné, la formation d'une zone monétaire implique l'abandon des différentes politiques monétaires nationales au profit d'une politique monétaire unique. *Les dirigeants européens ont opté pour la séparation de la politique monétaire et de la politique budgétaire, cette-dernière restant sous la responsabilité des gouvernements nationaux. Mais, pour qu'elle soit efficace, il faut que les niveaux d'endettement et de déficit soient limités, ce qui n'était pas le cas pour de nombreux pays membres de la zone euro*. Le Traité de Maastricht n'a pas été respecté à cet égard. Par conséquent, pour relancer leur économie, après avoir subi le choc asymétrique qu'était la crise financière, les pays membres n'ont pu, compte tenu des limites imposées par le Traité de Maastricht, utiliser leur politique budgétaire. De plus, *ces économies n'étaient pas suffisamment flexibles*, comme le préconisait la théorie monétaire. *Elles n'ont donc pu s'ajuster*. Enfin, *en l'absence de monétisation, ce sont les gouvernements, alors en difficulté, qui ont dû intervenir pour sauver les banques nationales, ce qui n'a fait qu'aggraver leur situation*.

En résumé, suite aux analyses réalisées dans ce premier chapitre, nous sommes en mesure d'affirmer que la création d'une zone monétaire est intéressante économiquement parce qu'elle devrait favoriser le développement économique de ses pays membres. Pour cela, ceux-ci devront veiller à assurer la mobilité de la main d'œuvre, la flexibilité des salaires et l'intégration fiscale au sein de la zone pour ne pas devoir supporter des coûts économiques importants lors de leur ajustement à des chocs asymétriques. La zone euro ne remplit pas ces conditions. Par conséquent, lors du premier grand choc asymétrique qu'était la crise financière de 2007, ce manque de flexibilité, couplé à l'absence de possibilité de monétisation, a obligé les gouvernements nationaux à intervenir pour sauvegarder le système financier (pas suffisamment protégé) de la zone euro.

Pour répondre à notre question de recherche, qui consiste à évaluer l'intérêt pour les pays membres de la zone euro de conserver la monnaie unique, nous chercherons, dans le second chapitre, à comprendre les éléments suivants :

- L'importance du système financier d'une zone monétaire,
- La raison pour laquelle le système financier de la zone euro était, au moment de la crise financière de 2007, encore fortement lié aux gouvernements nationaux,
- L'effet qu'a eu cette intervention des pays membres pour préserver l'intégrité du système financier de la zone euro,

- Les mesures que les dirigeants européens ont prises pour éviter qu'un tel évènement se reproduise,
- L'effet de ces mesures sur l'optimalité de la zone euro.

2 Réformes de la zone euro

« La crise financière a révélé des incohérences fondamentales entre la politique monétaire unique de la zone euro et la responsabilité des autorités nationales quant aux politiques financières. La monnaie unique exige un système financier unique qui n'est pas fragmenté selon les frontières nationales. »

Mario Draghi, Congrès Bancaires Européen, 2012.

« Le secteur financier exerce une influence politique énorme et efficace lorsqu'il s'agit de persuader les politiciens de ne pas trop réguler. L'argent des banques rend leurs arguments plus convaincants, malgré le fait que l'histoire ait démontré les conséquences désastreuses d'un système bancaire sous-régulé. »

Joseph Stiglitz, *The Euro. And, its threat to the future of Europe*, 2016.

2.1 Importance de réformer le système bancaire de la zone euro

Comme nous l'avons développé au cours du premier chapitre, les règles du Traité de Maastricht ont mis les Etats membres en difficulté et ont empêché la zone euro de fonctionner de manière optimale. En effet, l'absence de flexibilité des économies et des critères de convergence ont contribué à dégrader la situation économique des Etats membres. Mais, malgré leur mauvaise situation, dans l'impossibilité de monétiser, les Etats membres ont été obligés d'intervenir pour sauver les banques en difficulté au moment de la crise financière en 2007. Celle-ci s'est donc petit à petit transformée en crise des dettes souveraines et puis en crise politique en ne faisant qu'accroître les divergences politiques au sein de la zone euro.

- Pourquoi les banques ont-elles un rôle si important ?
- Pourquoi dépendaient-elles encore tellement des Etats ?
- Qu'ont donc entrepris les dirigeants européens pour y remédier et ainsi garantir la stabilité de la zone euro ?
- Quels effets ont eu ces réformes ?

Nous examinons chacune de ces questions dans ce chapitre.

2.1.1 Rôle des banques

Quel rôle jouent les banques ? Comme le décrivent Sloman et Wride (2014), les banques assurent, seules, le financement monétaire d'une économie. *Elles ont à la fois un rôle d'intermédiation et de transformation. Elles occupent donc une place essentielle dans le processus d'intégration financière.* L'intégration financière des pays membres d'une zone monétaire s'envisage dans une dimension beaucoup plus large, à savoir l'intégration économique. Pelkmans (2006) définit l'intégration économique comme l'élimination de barrières économiques entre plusieurs économies, ce qui contribue à favoriser fortement la mobilité de biens, de services, de facteurs de production, de capital mais aussi de flux de communication. Or, comme le rappelle Stiglitz (2016), l'adoption de l'euro était considérée comme une avancée dans le projet européen en ce sens qu'elle était censée favoriser l'intégration économique de ses pays membres et, par conséquent, favoriser leur croissance économique. Mais, celle-ci exige donc un système bancaire solide, solvable et qui ne mette pas en danger financier les Etats membres.

Rappelons que l'intérêt économique d'unifier les marchés financiers est de réduire les coûts de transaction, de faciliter la rencontre entre l'offre et la demande et la rencontre entre l'épargne et l'investissement. Cela signifie que le capital coûte moins cher, ce qui favorise l'investissement et donc l'activité et l'emploi. A travers ces mécanismes, qui constituent l'essence d'une zone monétaire, nous comprenons le rôle central que jouent les banques. Ce constat est d'autant plus vrai dans le cas de la zone euro parce que, comme le décrivent Bénassy-Quéré et Coeuré (2014), plus des trois quarts du financement externe des entreprises non-financières de la zone euro sont assurés par emprunt bancaire plutôt que par émission d'actions ou obligations, à l'inverse des Etats-Unis.

Ce qui distingue l'intégration économique de l'intégration purement financière est la présence de l'Etat. Un monde sans gouvernements nationaux ou Etats nations serait un monde dans lequel l'intégration économique se résumerait simplement à l'intégration des marchés, probablement apolitiques. L'intégration économique possède donc deux dimensions principales, à savoir l'intégration des marchés et l'intégration politique. Nous reviendrons plus tard sur le rôle de l'Etat, qui fait depuis la création de la zone euro l'objet de débats idéologiques entre l'Allemagne et la France principalement, ainsi que d'autres régulateurs, mais il semble fondamental, pour les raisons invoquées ci-dessus, de s'attarder sur l'intégration financière.

Plus précisément, dans son rapport trimestriel, la Banque Centrale Européenne (2016) définit *les marchés d'instruments financiers comme étant totalement intégrés si tous les participants à ce marché partageant les mêmes caractéristiques :*

- ✓ *Font face aux mêmes règles lorsqu'ils décident de traiter ces instruments financiers,*
- ✓ *Ont un accès égal aux instruments financiers,*
- ✓ *Et, sont traités de manière égale lorsqu'ils interviennent sur les marchés financiers.*

Notons que l'intégration financière reste indépendante des structures financières au sein de chaque région. Les structures financières comprennent tous les intermédiaires financiers, les institutions et les marchés, et la façon dont ils interagissent. Il n'est pas impératif que ces différentes structures financières disparaissent une fois que les pays sont intégrés.

Par ailleurs, l'intégration financière ne peut empêcher certaines frictions dans le processus d'intermédiation. La Banque Centrale relève donc que la façon dont elle définit l'intégration financière n'a pas pour objectif d'éliminer toutes les frictions qui empêchent l'allocation optimale de capital. Elle ne concerne pas le nombre de frictions, mais leurs « *effets symétriques et asymétriques dans les différentes zones* » (BCE, 2004, p.6). En d'autres mots, différentes zones (pays) peuvent être intégrées financièrement, malgré certaines frictions, et ce pour autant que celles-ci affectent ces zones (pays) de manière symétrique.

Le point abordé ci-dessus est fondamental. Reprenons notre zone monétaire à deux pays, l'Allemagne et la France, que nous avons utilisé dans le premier chapitre. Supposons que la loi exige que tous les contrats financiers d'un pays soient écrits dans la langue nationale de ce pays. Si les Allemands veulent contracter en France, ils seraient forcés de traduire les contrats en français. Les Allemands seraient donc traités de manière asymétrique par rapport aux Français, qui ne devraient pas traduire leurs contrats. Mais, si la loi exigeait la traduction des contrats dans une troisième langue (ni le français ni l'allemand), alors, certes, il y aurait des frictions. Par contre, les deux pays seraient traités de manière symétrique.

Par conséquent, la définition de la BCE implique le même accès aux banques ou aux opérations de trading, compensation et règlement pour les investisseurs et les entreprises quelle que soit la région. En pratique, la définition de l'intégration financière semble très proche de la loi du prix unique, qui suppose que si les actifs ont des risques et rendements identiques, ils devraient être « *prisés* » de manière symétrique, peu importe l'endroit où ils sont commercialisés.

Mais, Maystadt et Maes (2007) insistent sur le fait que l'objectif n'est pas d'atteindre une intégration financière parfaite au sein de la zone euro simplement pour le plaisir. L'ambition est non seulement d'améliorer le bien-être des citoyens européens, mais aussi de favoriser l'intégration des sociétés européennes d'une façon paisible. L'ancien président de la Banque Européenne d'Investissement précise, qu'en théorie, dans un système financier européen complètement intégré, la location géographique au sein de la zone euro ne devrait plus être un critère de financement des agents économiques, qu'ils soient investisseurs, emprunteurs ou entrepreneurs. L'intégration financière devrait favoriser le développement économique, et par ce biais, réduire l'écart entre les pays les moins développés et les pays les plus développés. L'intégration financière occupe donc une place essentielle dans l'intégration économique, en ce sens qu'elle assurera la stabilité économique

d'une zone monétaire. Il est, par conséquent, fondamental que les banques puissent en assurer le développement.

En résumé, nous nous sommes intéressé, dans cette première section, à l'importance des banques. Nous avons vu que les banques assurent, seules, le financement monétaire d'une économie. Elles occupent donc une place essentielle dans le processus d'intégration financière des pays membres d'une zone monétaire. Cette intégration s'envisage dans une dimension beaucoup plus large, à savoir l'intégration économique. Pelkmans (2006) définit l'intégration économique comme l'élimination de barrières économiques entre plusieurs économies, ce qui contribue à favoriser fortement la mobilité de biens, de services, de facteurs de production, de capital mais aussi de flux de communication. Or, comme le rappelle Stiglitz (2016), l'adoption de l'euro était considérée comme une avancée dans le projet européen en ce sens qu'elle était censée favoriser l'intégration économique de ses pays membres et, par conséquent, favoriser leur croissance économique. Mais, celle-ci exige donc un système bancaire solide, solvable et qui ne mette pas en danger financier les Etats membres.

Nous avons également défini, plus formellement, l'intégration financière des pays membres d'une zone monétaire. La Banque Centrale Européenne définit les marchés d'instruments financiers comme étant totalement intégrés si tous les participants à ce marché partageant les mêmes caractéristiques :

- ✓ Font face aux mêmes règles lorsqu'ils décident de traiter ces instruments financiers,
- ✓ Ont un accès égal aux instruments financiers,
- ✓ Et, sont traités de manière égale lorsqu'ils interviennent sur les marchés financiers.

La BCE explique aussi que l'intégration financière ne peut empêcher certaines frictions dans le processus d'intermédiation, à savoir l'accès au marché. La façon dont elle définit l'intégration financière n'a pas pour objectif d'éliminer toutes les frictions qui empêchent l'allocation optimale de capital. L'intégration devrait donc favoriser la circulation des biens, services et facteurs de production à travers les frontières et, de ce fait, favoriser le développement économique de la zone et réduire l'écart entre les pays les moins développés et les pays les plus développés. C'est pourquoi, il est fondamental que les banques puissent assurer l'intégration financière des pays membres.

2.1.2 Caractéristiques de l'intégration financière

Dans la section précédente, nous avons défini l'intégration financière. Nous avons vu qu'elle est fondamentale pour garantir le fonctionnement optimal d'une zone monétaire. Afin de mieux comprendre son intérêt, il semble intéressant d'en analyser les caractéristiques.

Dans son rapport trimestriel, la BCE (2016) en mentionne plusieurs :

- Sa première caractéristique concerne le *partage des risques et l'allocation du capital*. L'intégration financière devrait améliorer le partage des risques et donc accroître la confiance des investisseurs et des consommateurs de la zone monétaire, ce qui stimulera alors sa croissance. En effet, la plus grande diversité dans les produits financiers et la propriété croisée de ceux-ci offrent davantage d'opportunités de diversification et donc de répartition des risques idiosyncratiques selon les régions. Quant à la consommation, les modèles théoriques, tels ceux qu'ont développé Cochrane (1991) et Townsend (1994), prouvent que lorsque les agents d'une zone monétaire partagent entièrement les mêmes risques, la consommation des agents dans une région de cette zone est corrélée avec celle des agents dans une autre région de la zone ; alors que la consommation ne réagit pas suite aux chocs spécifiques à la région concernée. Maes (2007), directeur de la recherche au sein de la Banque Nationale de Belgique, insiste également sur cette notion, selon laquelle un système financier bien intégré devrait réduire le prix du risque compte tenu du fait que le risque peut être dispersé. Ceci devrait stimuler la prise de risque, l'innovation, le progrès technologique et finalement la croissance et donc le niveau de vie des citoyens.
- Le deuxième avantage qu'offre l'intégration financière est lié à *l'efficience économique*. Les investisseurs seront en mesure d'investir leurs fonds dans la région qu'ils pensent être la plus productive. Cette avancée se fait donc au bénéfice des consommateurs. Comme le développent Maystadt et Maes (2007), un marché financier plus intégré est par définition un marché plus compétitif, ce qui devrait mettre la pression sur les institutions financières pour opérer de la façon la plus efficiente possible. La concurrence transférera de ces gains d'efficacité vers le consommateur sous la forme de coûts d'emprunt moins élevés ou sous la forme de rendements d'épargne plus importants.
- Le dernier bénéfice est le *renforcement du système financier*. En effet, comme l'ont démontré Giannetti et al. (2002), étant donné que l'intégration financière devrait accroître la concurrence avec les régions les moins développées. Les flux de capitaux devraient donc aider ces régions à se développer et, par conséquent, d'améliorer leur système financier.

Dans son premier rapport à propos de l'intégration financière de la zone euro, *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, publié en 2004, la BCE insistait également sur le fait que l'intégration financière est essentielle pour garantir l'efficacité de la politique monétaire. En effet, comme celle-

ci est transmise à travers le système financier, ce système doit être le plus efficace possible pour transmettre la politique monétaire de manière plus homogène. La BCE note donc que le degré d'intégration financière déterminera l'efficacité en pratique de la transmission de la politique monétaire.

De Grauwe (2016) traite également de l'intégration financière. Selon lui, celle-ci est fondamentale pour garantir le fonctionnement plus homogène de la zone euro en ce sens qu'elle agit *comme un mécanisme d'assurance qui facilite l'ajustement aux chocs asymétriques*, ce qui confirme sa première caractéristique, à savoir le partage des risques. Pour illustrer ces arguments, reprenons l'exemple développé dans l'introduction, à savoir le cas d'une zone monétaire constituée de deux pays, la France et l'Allemagne, par exemple. L'on supposait un choc négatif de demande en France et positif en Allemagne. En France, suite au choc négatif, les entreprises devraient réaliser des pertes, ce qui devraient faire baisser le cours des actions des entreprises françaises. Mais, dans le cas où les marchés financiers sont complètement intégrés, les actions des entreprises françaises sont également détenues par des Allemands. Par conséquent, ces-derniers supporteront une partie du coût de la baisse de l'activité économique française. L'inverse est aussi valable, c'est-à-dire que les Français, qui détiennent une partie des actions allemandes, pourront trouver une compensation aux temps difficiles que vit la France. Des marchés financiers intégrés fonctionnent donc comme un mécanisme d'assurance selon lequel le risque d'un choc négatif est en réalité partagé par tous les autres pays.

Le risque et l'intégration financière sont donc deux notions liées. D'ailleurs, l'histoire tend à confirmer que lorsque les pays membres d'une zone monétaire sont mieux intégrés financièrement, l'aversion au risque des divers investisseurs est plus faible. Ceci devrait réduire la puissance des marchés financiers sur une zone monétaire, comme décrit dans la première partie. Le graphique ci-dessous l'illustre parfaitement pour le cas de la zone euro.

Price-based FINTEC and global risk aversion

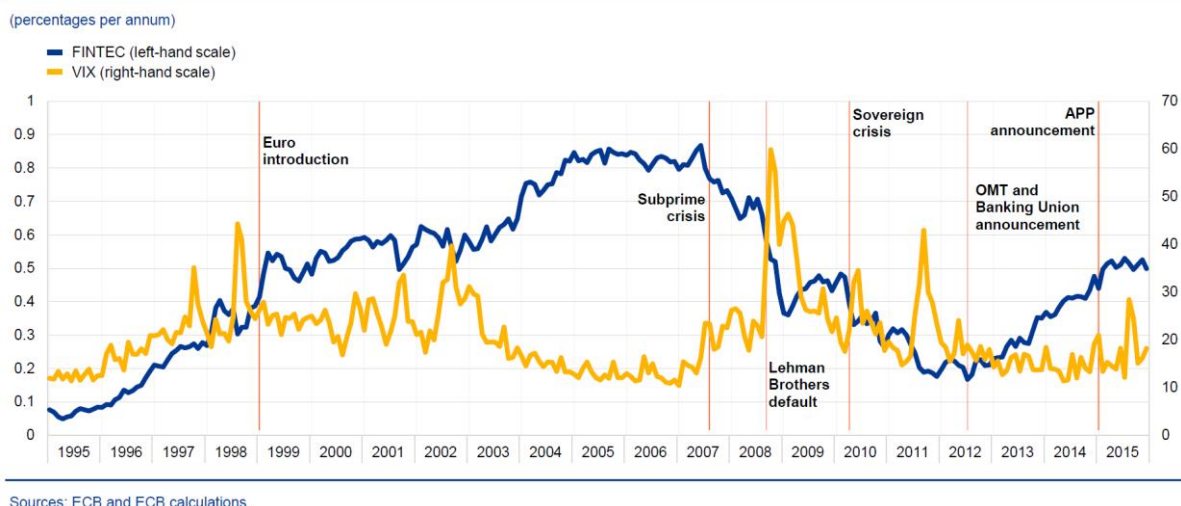


FIGURE 9 RELATION ENTRE LE DEGRÉ D'INTÉGRATION FINANCIÈRE DE LA ZONE EURO SELON LES MODÈLES DE LA BCE BASÉS SUR LES PRIX ET LA VOLATILITÉ.

Source : Banque Centrale Européenne. (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles.

Le graphique ci-dessus représente les composites d'indicateurs utilisés au travers des différents modèles développés par la Banque Centrale Européenne. Celle-ci met donc en parallèle l'intégration financière et « l'indice de la peur » (le VIX, qui mesure la volatilité sur les marchés financiers, appelé également l'indice de l'aversion au risque). Nous observons donc qu'aussi bien la crise financière de 2007 que la crise des dettes souveraines de 2012 ont fortement affecté l'intégration financière des pays membres de la zone euro, ce qui se traduisait par un rebond conséquent de l'aversion au risque. Dans cette situation, comme le décrivait Paul De Grauwe (2016), la prime de risque étant plus importante, la stabilité financière, et donc politique, de certains pays membres de la zone euro peut être mise en péril par les marchés financiers. Cette observation souligne encore une fois l'importance de rendre le système bancaire d'une zone monétaire suffisamment solide pour garantir l'intégration financière des pays membres, et ainsi assurer l'équilibre économique de la zone monétaire.

En résumé, l'intégration financière a plusieurs caractéristiques.

- La première caractéristique concerne l'amélioration du partage des risques et de l'allocation du capital, qui devrait accroître la confiance des investisseurs et des consommateurs dans la zone monétaire, ce qui stimulera alors la croissance économique de la zone.
- Le deuxième avantage qu'offre l'intégration financière est lié à l'efficacité économique. Maes (2007) précise qu'un marché financier plus intégré est par définition un marché plus compétitif, ce qui devrait mettre la pression sur les institutions financières pour opérer de la façon la plus efficace possible.
- Le dernier bénéfice est le renforcement du système financier. Comme l'ont démontré Giannetti et al. (2002), l'intégration financière devrait accroître la concurrence avec les régions les moins développées, les aider à se développer et, par conséquent, d'améliorer leur système financier.

La BCE (2016) insistait également sur le fait que l'intégration financière est essentielle pour garantir l'efficacité de la politique monétaire. En effet, comme celle-ci est transmise à travers le système financier, ce système doit être le plus efficace possible pour permettre une transmission plus homogène de la politique monétaire. De Grauwe (2016) analyse l'intégration financière comme un mécanisme d'assurance qui facilite l'ajustement aux chocs asymétriques, d'autant plus important que l'histoire tend à confirmer que lorsque les pays membres d'une zone monétaire

sont mieux intégrés financièrement, l'aversion au risque des divers investisseurs est moindre. Tous ces éléments contribuent donc à l'équilibre économique de la zone monétaire en facilitant la politique monétaire unique et en favorisant l'ajustement des pays membres après un choc asymétrique. Cela souligne l'importance que la zone monétaire puisse reposer sur un système bancaire suffisamment solide pour garantir l'intégration financière des pays membres et donc favoriser la croissance économique des pays membres, en toutes circonstances.

2.1.3 Historique du degré d'intégration financière de la zone euro

Jusqu'à présent, nous avons défini le concept d'intégration financière et souligné son importance pour garantir le fonctionnement homogène d'une zone monétaire. Faisons donc le point sur la situation de la zone euro.

Afin de comprendre la situation actuelle du degré d'intégration financière de la zone euro, il semble important de retracer brièvement l'histoire de celle-ci. Comme le rappellent Maystadt et Maes (2007), *au début de l'histoire de la zone euro, c'est-à-dire à l'époque des taux de change fixes et alors que le système bancaire et le marché des capitaux étaient rigides, l'intégration financière n'avait que peu d'importance. C'est à partir de la fin du système de Bretton Woods que l'intégration financière est devenue plus importante et a beaucoup évolué.* A l'époque, celle-ci avait un cadre plutôt macroéconomique, c'est-à-dire que la stabilité financière macroéconomique était perçue comme une condition fondamentale pour garantir la croissance et l'intégration économique des pays membres. Le point culminant de cette période était la création de l'UEM (l'Union Economique et Monétaire). Mais, la croissance économique ne dépend pas uniquement de la stabilité macroéconomique. C'est pourquoi, à la fin des années 1990, l'intégration financière se focalisait davantage sur les perspectives microéconomiques.

Malgré son évolution, plusieurs crises démontreront que trop peu d'attention a été accordée à l'intégration financière. En outre, le progrès était ralenti par les divergences politiques. Brunnermeier, James et Landau (2016) soulignent qu'au moment des négociations du Traité de Maastricht, fin des années 1980, le système financier était bien plus petit (en taille), moins concentré, moins complexe et donc moins risqué. Le monde n'avait pas encore été touché par la crise d'Asie du Sud-Est fin des années 1990. Alors que la Banque d'Angleterre était très favorable à la centralisation du pouvoir de supervision et de régulation à la Banque Centrale Européenne, les traditions économiques allemandes poussaient plutôt ceux-ci à favoriser la distinction des pouvoirs. Rappelons qu'au cours du premier chapitre, nous avons identifié le fait que les dirigeants européens pensaient que les marchés étaient à l'équilibre et n'avaient, par conséquent, pas suffisamment protégé le système financier de la zone euro pour qu'il puisse faire face aux éventuels déséquilibres des marchés.

Brunnermeier, James et Landau (2016) décrivent brièvement les changements importants qu'a subis le système financier ainsi que le « danger » que celui-ci comporte. Plusieurs raisons expliquent la modification importante, depuis la fin des années 1980, du système financier et donc la nécessité de développer l'intégration financière.

- D'abord, l'activité de prêt des banques de la zone euro s'est fortement intensifiée après l'introduction de la monnaie unique. Les régulateurs ont, à l'époque, sous-estimé le fait que la majeure partie des prêts étaient à échéances de court terme, ce qui a contribué à alimenter la bulle immobilière au lieu de promouvoir les nouvelles opportunités d'investissement.
- Ensuite, les banques européennes ont considérablement étendu leurs activités à l'étranger. Celles-ci accumulaient donc davantage de fonds libellés en dollar.
- Enfin, le nombre de transactions au sein même du système bancaire a augmenté massivement ces dernières années. Depuis 35 ans maintenant, les chaînes d'intermédiation sont devenues beaucoup plus longues. Le Traité de Maastricht sous-estimait donc de nombreuses sources d'instabilité financière. Comme développé dans le premier chapitre, l'idée erronée qui prédominait dans la pensée européenne était que la Banque Centrale Européenne était en mesure de garantir la stabilité des prix aussi longtemps que la régulation microéconomique serait suffisante pour assurer la stabilité financière.

Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) décrivent également les mutations des marchés financiers, qui auraient dû attirer davantage l'attention des régulateurs afin de protéger le système financier de leurs éventuels déséquilibres.

- Le premier changement important concernait les bourses de valeurs qui changeaient de statut de coopératives en entreprises de services informatiques à haute valeur ajoutée, désormais, en concurrence pour attirer les investissements.
- Le deuxième grand changement était les mesures prises pour rendre le marché boursier européen aussi liquide que le marché américain afin d'attirer les investisseurs internationaux.
- Enfin, la troisième mutation concernait les analystes financiers qui, compte tenu de la disparition des différents taux de change, raisonnaient en termes de secteurs d'activité économique plutôt que de nationalité.

De Grauwe (2016) souligne que *l'euro a permis l'intégration presque complète du marché interbancaire jusqu'en 2007, mais à partir de cette année-là, la partie commerciale du secteur bancaire s'est fortement segmentée*. Pour illustrer l'intégration du marché bancaire, il fait référence au rapport publié par la Commission Européenne, *EMU@10. Successes and Challenges after ten years*

of *Economic and Monetary Union*, publié en 2008. Dans celui-ci, la Commission Européenne illustre que l'intégration du marché bancaire de la zone euro progresse, mais que ce processus reste très lent. On peut observer, par exemple, que la part de marché des banques étrangères atteignait près de 30% en 2006.

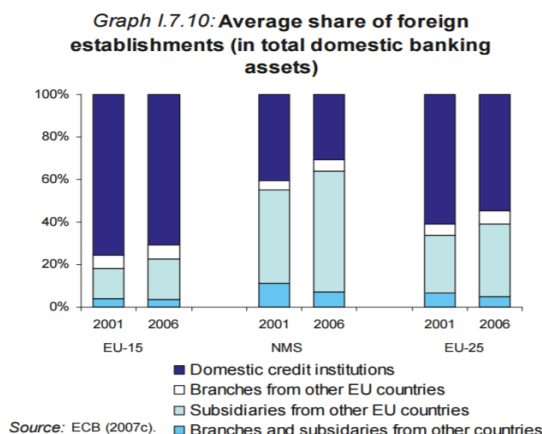


FIGURE 10 PART MOYENNE DES BANQUES ÉTRANGÈRES DÉTENANT DES ACTIFS DOMESTIQUES.

Source : Commission Européenne. (2008). *EMU@10. Successes and Challenges after ten years of Economic and Monetary Union*. Bruxelles.

Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) évoquent également l'évolution de l'intégration financière au sein de la zone euro. Ils attirent l'attention sur le fait, qu'en 1999, *les marchés financiers étaient tout à fait cloisonnés* en ce sens que les Français empruntaient à des banques françaises et que les bons du Trésor italiens étaient uniquement achetés par des Italiens. Mais, cette situation a bien évolué suite à la mise en place de la monnaie unique. *La part des financements bancaires a fortement augmenté entre 1999 et 2008, ce qui a permis le financement des déséquilibres extérieurs importants. Néanmoins, malgré la progression de la part des prêts transfrontières entre banques de la zone euro s'élevait à 33%, la part des prêts transfrontières des banques aux ménages restait très faible, de l'ordre de 5%.*

Bien que l'intégration du marché bancaire se renforce avant 2010, la crise des dettes souveraines a largement contribué à la ralentir. Cette-dernière a fait réapparaître des développements inquiétants. Comme évoqué lors de l'introduction de ce chapitre, depuis cette crise, les banques locales de certains pays, la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie ont été fortement mises sous pression, d'autant plus que ces banques restent le principal détenteur de la dette souveraine nationale. Elles ont donc enregistré d'énormes pertes durant cette période compte tenu de l'augmentation des taux d'intérêts sur ces dettes, ce qui a augmenté le coût auquel les banques doivent se financer. En effet, les banques empruntent à court terme et prêtent à long terme, les taux d'emprunt auxquels elles empruntaient ont donc augmenté plus rapidement que les taux

auxquels elles accordaient leurs prêts. Ces pertes importantes conduisaient alors à créer une crise de méfiance à propos de la solvabilité de ces banques. Par conséquent, les banques des pays les plus sévèrement touchés par la crise des dettes souveraines perdaient petit à petit l'accès au marché interbancaire. *Le fait que la crise des dettes souveraines a eu pour effet de fermer le marché interbancaire pour les banques situées dans les pays en difficulté représente évidemment un recul dans le processus d'intégration financière de la zone euro*, particulièrement important pour garantir le fonctionnement homogène de la zone euro en temps de crise. Il s'agira donc, à l'avenir, de *renforcer le système bancaire de la zone euro pour favoriser le développement économique des pays membres, en toute circonstance.*

En résumé, nous avons vu, jusqu'à présent, que les banques ont un rôle essentiel parce qu'elles contribuent à l'intégration financière des pays membres de la zone euro, ce qui favorise leur développement économique. Cela souligne l'importance que la zone monétaire puisse reposer sur un système bancaire suffisamment solide. Nous nous sommes donc intéressé à son degré d'intégration financière.

Comme le rappelle Maystadt (2007), au début de l'histoire de la zone euro, c'est-à-dire à l'époque des taux de change fixes et alors que le système bancaire et le marché des capitaux étaient rigides, l'intégration financière n'avait que peu d'importance. C'est à partir de la fin du système de Bretton Woods que l'intégration financière est devenue plus importante et commence à évoluer. Néanmoins, malgré son évolution, plusieurs crises démontreront que trop peu d'attention lui a été accordée. En outre, les divergences politiques ralentissaient le progrès de la zone euro dans ce domaine.

Brunnermeier, James et Landau (2016) soulignent qu'au moment des négociations du Traité de Maastricht, fin des années 1980, le système financier était bien plus petit, en taille, moins concentré, moins complexe et donc moins risqué. Le Traité de Maastricht sous-estimait donc de nombreuses sources d'instabilité financière. L'idée erronée qui dominait la pensée européenne était que la Banque Centrale Européenne était en mesure de garantir la stabilité des prix aussi tant que la régulation microéconomique serait suffisante pour assurer la stabilité financière.

En 2008, la Commission Européenne soulignait que l'intégration du marché bancaire de la zone euro progressait, mais que ce processus restait très lent. Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) précisent que la part des prêts transfrontières entre banques de la zone euro s'élevait à 33%, alors que la part des prêts transfrontières des banques aux ménages restait très faible, à savoir 5%. En 2012, la crise des dettes souveraines a largement contribué à ralentir cette progression. Les banques locales de certains pays, la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie ont été fortement mises sous pression, d'autant plus que ces banques restaient le principal détenteur de la dette souveraine nationale. Elles ont donc enregistré d'énormes pertes durant cette période compte tenu de

l'augmentation des taux d'intérêt sur ces dettes, ce qui a augmenté le coût auquel les banques doivent se financer. Le degré d'intégration financière, même s'il n'a pas été important, progressait avant la crise financière. La crise des dettes souveraines a eu pour effet de fermer le marché interbancaire pour les banques situées dans les pays en difficulté. Ces observations illustrent les faiblesses du système financier de la zone euro en matière de protection, ce qui l'a empêché d'exercer son rôle principal, à savoir garantir l'intégration financière des pays membres, et n'a donc pas permis aux pays membres de la zone euro de croître économiquement. Par conséquent, les dirigeants européens devront s'occuper en priorité de renforcer le système bancaire afin de favoriser le développement économique des pays membres, en toutes circonstances.

2.2 Création de l'Union Bancaire

Dans le premier chapitre, nous avons vu que les Etats membres avaient dû intervenir lors de la crise financière en 2007, malgré leur mauvaise situation économique, pour sauver certaines banques. Dans la section précédente, nous avons développé les raisons pour lesquelles les banques sont si importantes. En effet, elles contribuent à l'intégration financière des pays membres de la zone monétaire et donc à leur développement économique. Nous nous sommes, ensuite, intéressé au degré d'intégration financière de la zone euro, qui progressait, lentement, jusqu'au développement de la crise des dettes souveraines suite à laquelle les banques n'avaient, à cause de leur lien avec les Etats membres, plus accès aux capitaux. Deux questions importantes se posent dès lors :

- Pourquoi les banques dépendaient-elles encore des gouvernements nationaux ?
 - Qu'ont entrepris les dirigeants européens pour y remédier ?
-
- Selon Bénassy-Quéré et Cœuré (2014), la première partie de la réponse se situe au niveau industriel. C'est-à-dire que *la banque de détail reste une activité locale*, dépendante fortement des habitudes et des lois nationales. Seules quelques grandes banques se sont développées à l'international, comme Unicredit en Italie, BNP Paribas en France, etc.
 - La seconde partie de la réponse concerne la réglementation. Jusqu'en 2014, *le contrôle bancaire était effectué au niveau national*. En France, par exemple, c'est l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, présidée indépendamment par le gouverneur de la Banque de France, qui en avait la responsabilité. Cela signifie que revenait au gouverneur la décision de restructurer ou de fermer une banque devenue insolvable. Le problème se pose lorsque l'Etat, étant donné sa situation économique, n'est pas en mesure de la restructurer, ce qui a été le cas lors de la crise financière, en engendrant la crise des dettes souveraines. Prenons, par exemple, le cas de l'Irlande. Suite à l'éclatement de la crise financière en 2007, le gouvernement irlandais a voulu rassurer les marchés en rachetant la majeure partie de la dette des banques en difficulté. Compte tenu de sa mauvaise situation, l'Etat s'est endetté.

La dette publique irlandaise est passé de 25% de son PIB en 2007 à 96% de son PIB en 2010. Or, comme sa situation s'est dégradée, les perspectives de croissance ont été revues à la baisse, ce qui a contribué à remettre en cause la soutenabilité des finances publiques. Les taux d'intérêt souverains ont donc augmenté. En outre, le fait que le gouvernement rachète les obligations des banques en difficulté a contribué à dégrader davantage le bilan des banques étant donné que celles-ci détenaient des obligations souveraines, qui ne cessaient de perdre de la valeur (suite à l'inquiétude liée à la situation financière des Etats). Une nouvelle recapitalisation des banques étaient donc requise et une spirale négative était déclenchée.

Afin de « réparer » ce défaut de construction de la zone euro, qui établissait un lien trop étroit entre les Etats membres et les banques nationales, avec comme conséquences de rendre les Etats insolvable, *les dirigeants européens ont commencé à mettre en place une Union Bancaire.*

2.2.1 Intérêts de l'Union Bancaire

Aux Etats-Unis une crise similaire à la crise financière ne se transforme pas en crise des dettes souveraines. De Grauwe (2016) explique que l'exposition des Etats-Unis à de tels événements est moins importante parce que les Américains peuvent bénéficier d'un système de supervision et de régulation totalement centralisé. La grande différence avec la zone euro est donc le fait que le gouvernement fédéral soit prêt à intervenir à tout moment si cela est nécessaire, et ce indépendamment de la région qui est en difficulté. Le système d'assurance des dépôts est un système fédéral. En d'autres mots, lorsque les banques d'une région, comme la Californie, sont en difficulté, c'est le budget fédéral qui contribuera à refinancer ces banques. La solidité des banques californiennes dépend de la solidité du budget fédéral et non pas du budget du gouvernement californien. Ce qui n'est évidemment pas le cas dans la zone euro.

C'est pourquoi, en avril 2014, le parlement européen adoptait la création de *l'Union Bancaire*. Celle-ci est « *un système de surveillance des banques et de résolution de leurs défaillances mis en place au niveau de l'UE et soumis à des règles uniformes dans l'ensemble de l'UE* » (Conseil de l'Union Européenne, 2017).

Comme le précise le Conseil de l'Union Européenne, *l'Union Bancaire a plusieurs objectifs :*

- ✓ *Solidifier les banques pour les rendre « résistantes » aux crises financières,*
- ✓ *Éviter que l'épargne des contribuables ne serve à recapitaliser les banques en difficulté,*
- ✓ *Réduire la fragmentation du marché grâce à l'harmonisation des règles du marché,*
- ✓ *Et, garantir la stabilité financière de la zone euro en général.*

Rappelons que lors de la crise financière en 2007, le capital était transféré du système bancaire des pays en difficulté vers les systèmes bancaires des meilleures économies, qui étaient plus solides. Nous l'avons vu lors du premier chapitre, ces transferts sont très néfastes pour l'économie de la

zone euro en ce sens que les banques des pays en difficulté réduiront leur activité, suite à la baisse de capital. Les acteurs les plus touchés seront alors les petites et moyennes entreprises, c'est-à-dire le cœur de la croissance d'une économie, d'autant plus que celles-ci n'ont pas, contrairement aux multinationales, accès aux marchés internationaux pour se financer, ce qui empêche les pays membres de profiter de leur appartenance à la zone euro. Pour illustrer ce phénomène, Stiglitz (2016) fait référence à la situation des pays les plus touchés. En 2013, le volume des prêts inférieurs à €1 million, qui est un proxy pour les prêts aux petites et moyennes entreprises, était toujours inférieur à son niveau précédant la crise financière de 2007. Il valait la moitié au Portugal, il était en baisse de deux tiers en Grèce et en Espagne et de 80% en Irlande. L'écart entre les meilleures économies et les économies les plus faibles va donc s'accroître.

Mais, la fuite des capitaux des pays en difficulté vers les pays les plus résistants est compréhensible. En effet, la confiance des investisseurs dans le système bancaire d'un pays repose en partie sur la capacité et la volonté des banques du gouvernement à recapitaliser les banques en difficulté. Cela dépendra donc de l'existence de structures institutionnelles qui réduiront le besoin de recapitalisation, de fonds mis de côté préalablement dédiés aux recapitalisations, si celles-ci sont nécessaires, et de procédures permettant d'assurer que les épargnants conserveront leur épargne. Or, ce sont précisément les objectifs de l'*Union Bancaire*. Cette dernière se justifie principalement comme suit : « *la crise dans la zone euro et les mesures divergentes prises au niveau national en réaction à celle-ci ont mis en évidence l'interdépendance entre banques et gouvernements nationaux* » (Conseil de l'Union Européenne, 2017). C'est pourquoi, comme l'expliquaient Renaud Honoré et Edouard Lederer dans une interview accordée au journal français Les Echos : « *l'idée est de tenter de briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine* » (Honoré et Lederer, 2017).

Le problème que soulève Stiglitz (2016) est le fait que, même en l'absence de crise, cette structure aurait mené à des divergences profondes. En effet, la BCE établit un taux d'intérêt unique, mais cela n'empêche pas le fait que les taux d'intérêt des obligations souveraines allemandes ne soient pas similaires aux taux d'intérêt des obligations souveraines françaises ou même d'entreprises françaises. Le terme financier pour désigner ces différences est le *spread*⁶. Ce dernier représente les différences d'appréciation du marché quant au risque et à la capacité des banques de chaque pays à fournir des liquidités suffisantes aux entreprises de son pays respectif. Les économies les plus pauvres ou qui « sont en moins bonne santé » payeront des taux d'intérêt plus élevés, surtout compte tenu de la structure actuelle de la zone euro dans laquelle se côtoient les banques et les gouvernements. Ces économies ont donc un *désavantage* compétitif en comparaison avec les autres économies. La crise financière et surtout son évolution en crise des dettes souveraines ont donc révélé les défauts de construction de la zone euro et empêché ses pays membres d'en tirer plus

⁶ En français, la marge actuarielle d'une obligation représente « l'écart entre le taux de rentabilité actuariel de l'obligation et celui d'un emprunt sans risque de durée identique. Le *spread* est naturellement d'autant plus faible que la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne » (Hull, 2014, p.265).

d'avantages que d'inconvénients. Mais, ces défauts auraient sûrement déséquilibré la zone euro même sans ces crises. Il était donc urgent que les dirigeants européens réagissent.

2.2.2 Structure de l'Union Bancaire

Stiglitz (2016) raconte l'inquiétude avec laquelle l'Allemagne accueillait l'idée de l'*Union Bancaire*. Celle-ci ne voulait pas que la zone euro devienne une « union de transfert », c'est-à-dire une union dans laquelle l'argent est transféré aux pays les plus faibles facilement et sans aucune garantie. C'est pourquoi, l'Allemagne a insisté sur la mise en place d'une structure de régulation commune avant la création d'une assurance commune des dépôts. De plus, afin d'assurer l'égalité des traitements des banques en cas de défaut, il fallait mettre en place une « procédure commune de résolution ». Ce sont ces trois piliers qui constituent *l'Union Bancaire à l'heure actuelle* :

- ✓ *Le règlement uniforme,*
- ✓ *Le mécanisme de surveillance unique,*
- ✓ *Le mécanisme de résolution unique.*

Comme l'explique le Conseil de l'Union Européenne, le *règlement uniforme* représente la base de l'*Union Bancaire* et la réglementation du secteur financier de la zone euro dans son ensemble. Il *concerne plus précisément* « *les exigences de fonds propres des banques, l'amélioration des systèmes de garantie des dépôts et les règles régissant la résolution des défaillances des banques* » (Conseil de l'Union Européenne, 2017). Cette réforme devrait harmoniser la réglementation du système bancaire de la zone euro dans son ensemble.

Le *mécanisme de surveillance unique* concerne, comme son nom l'indique, la surveillance du système bancaire de la zone euro. C'est un *organe supranational* en ce sens que cette mission est confiée à la Banque Centrale Européenne, mais elle résulte également d'une étroite collaboration avec les autorités de surveillance nationales. La surveillance *consiste à contrôler régulièrement la santé des banques de la zone euro sur base de règles communes. Elle garantit donc la solidité et la stabilité du secteur financier de la zone euro.*

Enfin, le *mécanisme de résolution unique* est un *système de résolution* « *des défaillances des établissements financiers non viables* » (Conseil de l'Union Européenne, 2017). Il s'organise autour de *deux piliers* : le *Conseil de résolution unique* (qui est l'autorité centrale de résolution) et le *fonds de résolution unique*. Ce-dernier est sollicité lorsqu'une banque fait défaut et est intégralement financé par le système bancaire de la zone euro.

Ces trois mesures fondamentales doivent, dans une certaine mesure, de rassurer le marché quant au risque de solvabilité de certains systèmes bancaires et, par conséquent, *réduire l'écart entre les systèmes bancaires les plus faibles et les systèmes bancaires les plus résistants qui ne fait*

qu'accroître les divergences entre les économies de la zone euro et entame sa croissance, si importante en période de crise.

Mais, cette structure est loin d'être optimale. Comme le rappelle De Grauwe (2016), le fonds de résolution unique valait €55 milliards en 2013, ce qui était alors considéré comme très insuffisant. Et, *l'élément le plus important* pour soutenir ce projet, qui n'a pu être mis en place à cause du scepticisme des allemands, est *le mécanisme d'assurance des dépôts*. Encore une fois, comme le décrit Stiglitz (2016), rappelons que ces réformes sont existentielles pour la zone euro compte tenu de la faible régulation du système bancaire qui prévalait avant la crise financière en 2007. A cette époque la zone euro favorisait une certaine circulation du capital, y compris les produits financiers. Les défenseurs de l'euro pensaient que la monnaie unique leur permettrait de faire circuler les produits financiers sans aucun problème étant donné qu'il n'y aurait plus de taux de change, mais la théorie moderne attire l'attention sur le fait que tous les consommateurs ne disposent pas de la même information et surtout qu'ils se comportent de manière irrationnelle. Telle est d'ailleurs la thèse du prix Nobel américain, Robert Shiller, qu'il démontre dans son ouvrage : « Phishing for Phools : The Economics of Manipulation and Deception. » *L'Union Bancaire est donc également essentielle parce qu'elle devrait réduire l'asymétrie d'information entre les investisseurs, d'optimiser le fonctionnement des marchés et ainsi de rétablir l'équilibre économique des pays membres pour qu'ils puissent tirer avantage de leur appartenance à la zone euro.*

En résumé, dans le premier chapitre, nous avons vu que les Etats membres avaient dû intervenir lors de la crise financière de 2007, malgré leur mauvaise situation économique, pour sauver certaines banques. Dans la section précédente, nous avons vu que les banques sont importantes parce qu'elles contribuent à l'intégration financière et donc au développement économique des pays membres. Nous avons également observé que l'intégration financière des pays membres de la zone euro progressait, lentement, jusqu'au développement de la crise des dettes souveraines. Mais, celle-ci a empêché les banques, à cause de leur lien avec les Etats membres, d'accéder aux capitaux. Les deux questions que nous nous sommes posées étaient donc les suivantes :

- Pourquoi les banques dépendaient-elles encore des gouvernements nationaux ?
- Qu'ont entrepris les dirigeants européens pour y remédier ?

En effet, aux Etats-Unis, une crise similaire à la crise des dettes souveraines n'aurait sûrement pas eu les mêmes effets, parce que les américains bénéficient d'un système de supervision et de régulation totalement centralisé. L'autre grande différence avec la zone euro est le fait que le gouvernement fédéral soit prêt à intervenir à tout moment si c'est nécessaire, et ce indépendamment de la région qui est en difficulté.

C'est pourquoi, en avril 2014, le parlement européen adoptait la création de l'Union Bancaire, dont les objectifs sont de :

- ✓ Solidifier les banques pour les rendre « résistantes » aux crises financières,
- ✓ Éviter que l'épargne des contribuables ne serve à recapitaliser les banques en difficulté,
- ✓ Réduire la fragmentation du marché grâce à l'harmonisation des règles du marché,
- ✓ Garantir la stabilité financière de la zone euro en général.

Pour les atteindre, les mécanismes suivants ont été mis en place :

- ✓ Le règlement uniforme,
- ✓ Le mécanisme de surveillance unique,
- ✓ Le mécanisme de résolution unique.

Nous avons observé que la zone euro ne dispose toujours pas d'assurance commune des dépôts permettant d'éviter que les banques en difficulté n'aient plus accès aux capitaux et que l'épargne des contribuables ne serve à les recapitaliser. Or, cette réforme est essentielle pour garantir la confiance des investisseurs dans le système bancaire, pour réduire la fragmentation du marché et donc relancer la croissance économique de la zone euro. La structure actuelle devrait seulement atténuer, sans empêcher, une crise de méfiance similaire à celle qu'a entraînée la crise financière en 2007. Le système bancaire actuel n'optimise donc toujours pas l'intégration financière, c'est-à-dire d'éviter la fuite des capitaux des pays en difficulté vers les pays les plus résistants. Pourtant, cette intégration est essentielle afin de donner les moyens aux pays qui ont subi un choc asymétrique de s'ajuster et, de ce fait, de leur permettre de se développer économiquement.

2.2.3 Effet de l'Union Bancaire sur la croissance économique de la zone euro

Nous nous sommes, jusqu'ici, intéressé à l'importance des banques dans notre système économique, de leur dépendance aux gouvernements nationaux au sein de la zone euro et des mesures que les dirigeants européens ont entreprises pour y remédier. Il semble également intéressant d'analyser l'effet qu'ont eu ces réformes parce qu'elles restent très critiquées, comme l'illustre cet article de Reuters publié fin 2016 : « *La réforme bancaire planifiée de l'Europe fait face à un barrage de critiques* » (Reuters, 2016). Certains économistes, dont Stiglitz (2016), sont également sceptiques à l'idée de réformer « petit à petit » la zone euro. Selon lui, cela entraîne des risques de réforme partielle et rendrait le système monétaire plus rigide que ce qu'il n'est déjà. En fait, *le problème majeur qu'illustre l'Union Bancaire est le scepticisme de certains pays membres, comme l'Allemagne, à intégrer complètement les pays membres de la zone euro, ce qui résulte dans des « demi-mesures » qui rendent le système bancaire encore moins flexible qu'avant.*

Nous avons vu, en théorie, que ces réformes du système bancaire étaient nécessaires. Mais, cette observation en comprend une autre, à savoir la réponse à la question suivante :

- L'Union Bancaire est-elle efficace en pratique ?

Au regard des nombreuses études réalisées à propos de l'effet d'une, ou plusieurs, régulations sur diverses variables économiques, dont la croissance économique de plusieurs pays, nous pourrions affirmer que cette réforme est nécessaire.

North (1999) souligne, dans ses recherches, que *les institutions sont fondamentales pour garantir le développement économique à long terme d'un pays*. C'est pourquoi, ce sont les institutions qui permettront de supporter les réformes structurelles. Les sociétés qui sont suffisamment institutionnalisées sont davantage régulées, ce qui leur permet de prospérer à long terme, et ce même lorsque le système politique est défavorable au développement économique. Rappelons que les Etats-Unis disposent, par exemple, d'une assurance commune des dépôts, qui aide une région en difficulté. Si une banque américaine devait être en difficulté, elle serait renflouée non pas par l'Etat, mais par une agence fédérale, la FDIC, Federal Deposit Insurance Corporation. Au sein de la zone euro, les banques dépendent encore des gouvernements nationaux. Donc, si un des pays membres est dans une mauvaise situation, il n'a pas les moyens pour aider ses banques. Les mécanismes de surveillance et de résolution uniques faisant partie de l'Union Bancaire constituent une avancée, mais restent insuffisants. Comme nous le mentionnions dans la section précédente, la zone euro ne dispose toujours pas d'assurance commune des dépôts. La structure actuelle devrait donc seulement atténuer, mais pas empêcher, une crise de confiance similaire à celle qu'a entraînée la crise financière en 2007.

Les travaux de Hall et Jones (1999) sont particulièrement reconnus pour avoir contribué à démontrer que *les différences d'accumulation du capital, de productivité et, donc, de production par travailleur entre plusieurs pays provenaient de différences concernant les institutions*, ce qu'ils appellent les infrastructures sociales. La production par travailleur est essentielle, parce qu'elle explique les différences des niveaux de capital physique et d'éducation, si importants comme levier de la croissance économique à long terme. Un pays mieux institutionnalisé connaîtrait donc plus de prospérité à long terme.

Dans leurs recherches, Djankov et al. (2006) étudient l'effet de régulation concernant les entreprises sur le PIB par habitant moyen de 135 pays. Ceux-ci concluent que *les pays mieux régulés tendent à croître plus vite*. Plus précisément, *une amélioration de la régulation des entreprises permet une croissance annuelle du PIB par habitant de 2.3%*. Les chercheurs de la Banque Mondiale insistent sur le fait que les pays doivent faire de la régulation des entreprises une priorité lorsqu'ils décident des politiques de croissance. Ils mettent également en avant le fait que la simplification des régulations, si celle-ci est justifiée, peut permettre aux pays de bénéficier d'une croissance encore plus importante.

Jalilian et al. (2006), de l'université de Manchester, tentent d'évaluer l'effet de la régulation des Etats sur leur croissance économique à travers leur production (grâce à la fonction de Cobb-Douglas). Les résultats illustrent qu'il y a un fort lien de causalité entre ces deux variables. C'est pourquoi, *les Etats mieux régulés obtiennent de meilleures performances économiques*. Néanmoins, ils précisent que les réformes, qui sont entreprises, doivent promouvoir la croissance économique, et non la contraindre.

Haidar (2011) analyse également le lien entre les réformes réglementaires auxquelles sont soumises les entreprises et la croissance économique de 172 pays. Cette étude met en évidence l'effet positif qu'ont les réformes structurelles réglementaires sur la croissance économique. Haidar conclut qu'en *moyenne chaque réforme réglementaire augmente la croissance du PIB de 0.15%*.

Schäfer et al. (2013) tentent d'analyser la réaction des marchés d'actions et des spreads CDS des banques européennes et américaines après la mise en place de quatre réformes majeures, mises en place au niveau national suite à la crise financière en 2007. Pour ce faire, ils recourent à la méthode de l'event study. Leurs conclusions soulignent que les marchés financiers réagissent bien à ces réformes structurelles. Celles-ci ont contribué à réduire les attentes de recapitalisation, particulièrement pour les banques systémiques.

Pancotto et al. (2016) se sont, eux, intéressés à l'Union Bancaire et à son effet sur les marchés financiers. A l'aide d'une event study, ils démontrent que le prix des actions des banques et leurs CDS pendant la période 2012-2014 réagissaient à l'annonce de la réforme structurelle. Les résultats révélaient *un effet négatif sur le prix des actions des banques, mais montraient que la hausse des exigences en capital permettait de réduire les CDS*.

Nous l'avons vu, *la grande majorité des recherches réalisées à propos de la régulation, ou la mise en place d'institutions d'une économie tendent à prouver que celle-ci est saine pour le développement économique à long terme d'un pays*. La création de l'Union Bancaire devrait donc confirmer ces observations, ce que nous avons tenté de vérifier au moyen d'une event study (voir annexe 13), dont l'objectif est d'analyser l'effet d'un événement sur une variable dépendante. Mais, cette analyse reste éminemment complexe, étant donné le nombre de facteurs qui peuvent potentiellement influencer le PIB d'un pays, et la période d'étude est très courte. C'est pourquoi, les résultats n'étaient pas significatifs, ce qui nous empêche d'en tirer une conclusion.

En résumé, nous nous étions, jusqu'ici, intéressé à l'importance des banques dans notre système économique, de leur dépendance aux gouvernements nationaux au sein de la zone euro et des mesures que les dirigeants européens ont prises pour y remédier, étant donné le déséquilibre que peut entraîner ce lien. Il semblait également intéressant d'analyser l'effet qu'ont eu ces réformes qui restent très critiquées en ce sens qu'elles résulteraient, à cause du scepticisme de certains, dans des « demi-mesures » qui rendent le système bancaire encore moins flexible qu'avant.

Les dirigeants européens ont commencé à entreprendre ces réformes avec la création de l'Union Bancaire. De nombreuses études démontrent que ces réformes sont nécessaires et que l'Union Bancaire devrait favoriser la croissance économique de la zone euro. Djankov et al. (2006) observent qu'une amélioration de la régulation des entreprises permet une croissance annuelle du PIB par habitant de 2.3%. Haidar (2011), lui, conclut qu'en moyenne chaque réforme réglementaire augmente la croissance du PIB de 0.15%. Enfin, Pancotto et al. (2016) se sont intéressés à l'Union Bancaire et à son effet sur les marchés financiers et concluaient que les résultats révélaient un effet négatif sur le prix des actions des banques, mais que la hausse des exigences en capital permettait de réduire les CDS.

2.2.4 Effet de l'Union Bancaire sur le degré d'intégration financière de la zone euro

Nous avons, jusqu'à présent, défini l'importance des banques dans le système de la zone euro en ce sens qu'elles assurent l'intégration financière des pays membres et, de ce fait, leur développement économique. Nous avons également expliqué leur lien étroit avec les gouvernements nationaux, qui les a empêchées d'assurer l'intégration financière et qui a affecté les dettes souveraines. Les dirigeants européens ont, alors, décidé de commencer à créer une Union Bancaire, qui reste incomplète. Dans la section précédente, nous avons analysé l'effet qu'aurait l'Union Bancaire sur la croissance économique de la zone euro. Mais, cette étude reste complexe tant le nombre de facteurs qui influencent le PIB d'une économie sont nombreux. Tentons, donc, d'observer son effet sur des éléments davantage pratiques et plus précis. Comme mentionné ci-dessus, l'intégration financière permet le développement économique des pays membres de la zone euro, ce qui constitue in fine l'essence de la création d'une zone monétaire. Nous avons vu que l'intégration financière des pays membres de la zone euro, bien que très inférieure à celle des Etats-Unis, progressait jusqu'en 2010.

- Dans quelle mesure l'Union Bancaire a-t-elle favorisé la reprise de l'intégration financière de la zone euro ?

Telle est la question à laquelle nous répondons dans cette section.

Chaque année la Banque Centrale Européenne publie un rapport à ce propos, à savoir les détails de l'évolution de l'intégration financière de la zone euro. L'institution européenne a développé plusieurs modèles pour mesurer précisément l'intégration financière de divers segments de marché.

Rappelons que *l'intégration financière traite des effets asymétriques que peuvent avoir des frictions ou des barrières sur le processus d'intermédiation dans différentes régions économiques. En fait, plus ces effets sont symétriques, plus le degré d'intégration financière est élevé.* Par conséquent, la mesure de l'intégration financière aura pour objectif d'évaluer si les frictions ou barrières existantes affectent de manière asymétrique différentes régions économiques.

Comme le note la BCE (2016), une des méthodes les plus précises de mesure de l'intégration financière consisterait à lister toutes les frictions et toutes les barrières à l'intermédiation et de vérifier qu'elles ont toujours de l'effet. Mais, cette méthode est très compliquée à mettre en place. C'est pourquoi, elle mesure l'intégration financière en recourant aux prix d'équilibres, étant donné que les prix sont censés refléter toute l'information à la disposition des agents économiques, y compris les frictions ou barrières que ces agents rencontrent lorsqu'ils interviennent sur les marchés. Elle distingue, à partir de cette hypothèse, deux modèles :

- Le premier est une mesure basée sur les prix. Elle consiste à évaluer les contradictions dans les prix ou les rendements en fonction de l'origine géographique des actifs.
- Le second est une mesure basée sur les informations. Cette mesure a pour objectif de distinguer les effets de l'information des autres barrières ou frictions, c'est-à-dire que les portefeuilles devraient être bien diversifiés dans une zone monétaire intégrée financièrement. En d'autres mots, la publication d'une nouvelle information économique à caractère régional ne devrait avoir qu'un impact limité sur les prix.

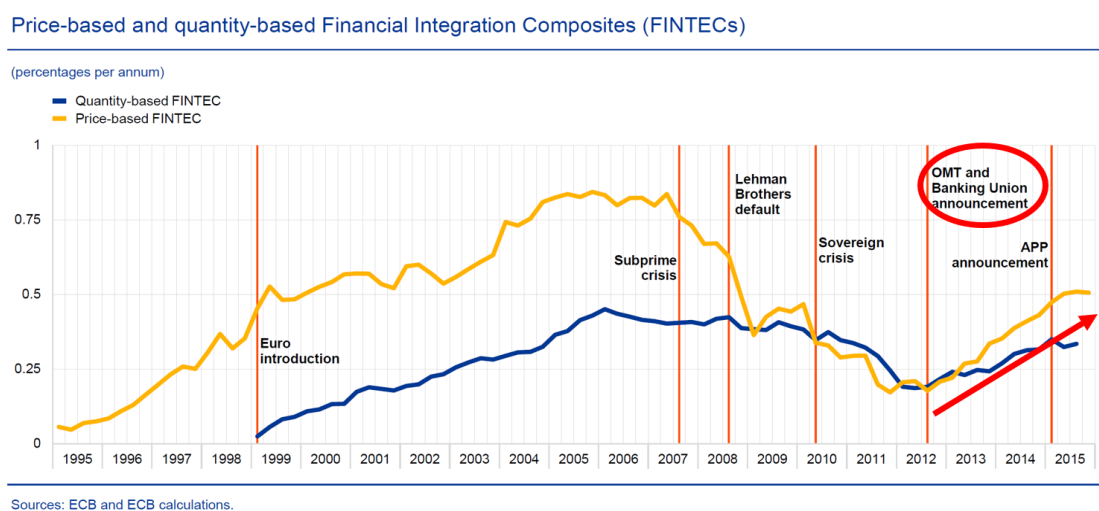


FIGURE 11 DEGRÉ D'INTÉGRATION FINANCIÈRE DE LA ZONE EURO SELON LES MODÈLES DÉVELOPPÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE BASÉS SUR LES PRIX ET SUR LES QUANTITÉS.

Source : Banque Centrale Européenne. (2016). *Les composites d'intégration financière basés sur les prix et sur les quantités*. Récupéré de : « Intégration Financière en Europe. »

Analysons un peu plus en détail le dernier rapport de la Banque Centrale à ce propos. En 2016, la BCE rapportait que *l'intégration financière de la zone euro continuait sa reprise, bien que celle-ci restait très modeste*. En fait, la Banque Centrale Européenne parle de réintégration financière plutôt que d'intégration financière. En effet, les deux événements majeurs que sont *la crise financière de 2007 et la crise des dettes souveraines de 2012 ont fragmenté le système financier et fortement ralenti le processus d'intégration financière de la zone euro*, comme nous le développons dans la section précédente. *Le programme que la BCE annonçait en 2012* (OMT – Outright Monetary Transactions, qui en français désigne l'Opération Monétaire sur titres⁷) *a favorisé la reprise de l'intégration*. Aussi, celle-ci a pu se poursuivre lorsque *deux piliers fondamentaux de l'Union Bancaire* ont commencé à avoir des impacts, comme le Single Supervisory Mechanism et le Single Resolution Mechanism intégrés à la Banque Centrale en 2014 et 2015 respectivement.

Depuis lors, le degré d'intégration financière de la zone euro est de nouveau reparti à la hausse pour arriver à des niveaux de 0.5% par an, ce qui reste très faible. La BCE note que les prêts aux entreprises hors des frontières nationales de chaque banque se sont fait plus nombreux.

En d'autres mots, pour reprendre l'exemple développé au début de ce chapitre, cela signifie qu'un entrepreneur italien, par exemple, pourrait faire appel plus facilement à l'épargne allemande lorsqu'il en a besoin et que les banques italiennes, à cause du contexte économique et financier dans lequel elles se trouveraient, ne pourraient pas lui accorder.

Malgré cela, en 2015, la BCE précisait que *le processus d'intégration financière connaissait une légère décélération par rapport à 2014*, qui peut s'expliquer par les différences de développement des prix et des quantités selon les segments du système financier de la zone euro. *L'impact positif de l'assouplissement quantitatif sur l'intégration financière se poursuivait*, comme pouvait en témoigner la réduction des mesures de dispersion des prix sur les marchés bancaires commerciaux, sur le marché monétaire et sur les marchés des obligations souveraines. Cependant, les mesures d'intégration financière basées sur les prix indiquaient une augmentation de la dispersion des rendements transfrontaliers sur les marchés des obligations d'entreprises et des actions, ceci étant dû à *l'augmentation de l'aversion au risque et des divergences des perspectives macroéconomiques des pays membres de la zone euro*, selon leur degré d'exposition aux marchés émergents ou exportateurs de matières premières, mais aussi et surtout selon la divergence des mesures structurelles prises par les gouvernements nationaux. *Ces facteurs affectaient les perceptions des investisseurs à propos du risque de crédit et des perspectives de profitabilité*. Ce sont donc les diverses mesures de politique monétaire prises par la BCE qui compenseraient cette détérioration

⁷ « Ce programme est un programme de type « assouplissement quantitatif » qui consiste pour une banque centrale à racheter massivement des titres de dettes aux acteurs financiers, notamment des bons du trésor ou des obligations d'entreprise, et dans certaines circonstances des titres adossés à des actifs comme des titres hypothécaires » (Banque Centrale Européenne, 2012).

en limitant la fragmentation du processus d'intermédiation de crédit au sein de la zone euro. Etant donné notre intérêt pour le système bancaire, il semble intéressant de détailler quelque peu l'intégration financière des marchés bancaires ainsi que des marchés obligataires de la zone euro.

2.2.4.1 Marchés obligataires

En 2015, les modèles de la BCE permettaient d'observer que *le degré de dispersion des rendements au sein de la zone euro était relativement limité lorsque celui-ci était comparé à la période d'après crise, à savoir 2007-2014* (voir annexe 14). En effet, les ratings souverains des pays membres de la zone euro ont varié à des niveaux plus faibles depuis 2009, même si leur dispersion reste importante (voir annexe 15). Aussi, la BCE note que la dispersion des rendements des obligations émises par les banques et les entreprises non-financières était début 2016 à des niveaux comparables à ceux précédant la crise financière en 2007 *sans, toutefois, atteindre les niveaux les plus bas* (voir annexe 16). Par ailleurs, la part des titres de dettes domestiques détenus par des investisseurs de la zone euro, en 2012, s'élevait à 51%, contre 44% en 2008. Elle s'établissait en 2015 à 46% étant donné l'intervention plus importante des investisseurs hors zone euro (figure 12).

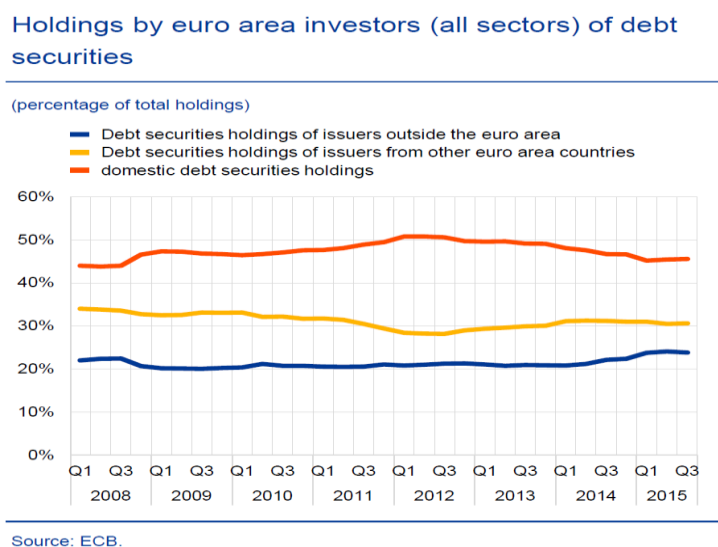


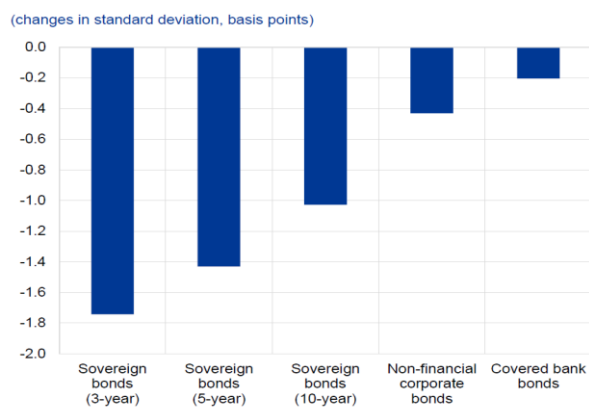
FIGURE 12 RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE LA DETTE EUROPÉENNE DÉTENUE PAR LES INVESTISSEURS EUROPÉENS.

Source : Banque Centrale Européenne. (2016). Répartition géographique de la dette européenne détenue par les investisseurs européens. Récupéré de : « Intégration Financière en Europe. »

La BCE précise que la dispersion des rendements, qui subsiste, reflète les différents niveaux de liquidité sur les marchés obligataires de la zone euro et les différentes primes de risque qui en résultent, ce qui incitait de nombreux investisseurs à se tourner vers des actifs plus liquides alors que l'environnement était plus incertain. Mais, ce mouvement reste beaucoup moins marqué que lors des crises financière (2007) et des dettes souveraines (2012) (voir graphique 3), grâce à l'assouplissement quantitatif.

Le graphique ci-dessous illustre très bien la mesure dans laquelle la politique monétaire de la BCE a contribué à améliorer la convergence des rendements souverains des pays membres de la zone euro depuis 2015. Cette politique a permis de réduire la fragmentation des marchés obligataires.

Impact of ECB monetary policy announcements on the yield dispersion across euro area bond markets



Sources: Thomson Reuters, Markit and ECB calculations.

FIGURE 13 EFFET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE SUR LA DISPERSION DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS DE LA ZONE EURO.

Source : Banque Centrale Européenne. (2016). Financial Integration in Europe. Bruxelles.

En résumé (moins technique), la BCE souligne la *consolidation de la dispersion des rendements, principalement des banques et des entreprises non-financières, observée après son annonce d'intervention en 2012. Mais, une certaine fragmentation subsiste et les rendements divergent à nouveau en 2015* suite au fait que de nombreux investisseurs revoient leurs perspectives concernant les banques et les entreprises européennes de manière discrétionnaire, c'est-à-dire selon leur exposition à l'augmentation de l'incertitude économique. La fragmentation a donc reculé, mais n'a pas encore retrouvé ses niveaux les plus bas.

2.2.4.2 Marchés bancaires

Si la fragmentation des marchés obligataires s'est légèrement renforcée en 2015, bien qu'elle reste inférieure aux niveaux d'après crise 2007-2014, la BCE (2016) note que *l'intégration financière des marchés bancaires de la zone euro s'est améliorée en 2015*. Cette tendance s'expliquait par ses mesures de politique monétaire, mais également le progrès réalisé concernant l'Union Bancaire.

La fragmentation des taux d'intérêt de dépôts, que nous évoquions dans la section précédente parce qu'elle constitue un frein à la croissance de la zone monétaire en période de crise, *a été réduite considérablement en comparaison aux périodes de crise (2007 et 2012)*. Les coûts d'emprunt pour les entreprises non-financières et les ménages continuaient de converger. Par

conséquent, *les PME accèdent de plus en plus facilement aux sources de financement externes, ce qui devrait les aider à continuer de grandir, même en temps de crise lorsque leur système bancaire domestique est en difficulté*. Mais, l'intégration financière concerne aussi bien le coût de l'accès au financement externe que la disponibilité de ces financements. Or, après avoir fortement diminué en 2011, *le nombre de crédits que les banques accordaient en dehors de leurs frontières, via leurs filiales, a stagné, ce qui illustre la limite que l'intégration financière de la zone euro a atteint* pour le moment. La part de ces prêts représentait, en 2015, 8% du total des prêts aux entreprises non-financières de la zone euro (voir annexe 17).

Par ailleurs, la BCE note que les conditions de financement auxquelles font face les banques sur les marchés de « financement de gros » convergent. Cette observation est d'autant plus positive que la dispersion des rendements des banques de la zone euro est inférieure à celle d'avant crise (2007). Les institutions financières des pays les plus touchées par la crise financière en 2007 ont énormément souffert parce qu'elles devaient accorder des taux d'intérêt plus importants aux épargnants. L'annexe 18 illustre la convergence significative vers des niveaux de taux d'intérêt beaucoup plus faibles, particulièrement pour les obligations « Investment grade ». La politique monétaire d'assouplissement quantitatif a donc permis de réduire les coûts de financement des banques de la zone euro. La faible augmentation récemment observée est due, selon la BCE, à l'augmentation de l'aversion au risque et à l'incertitude à propos de la croissance de la zone euro dans son ensemble.

Enfin, si les conditions financières s'améliorent au sein du système bancaire de la zone euro, les prêts « transfrontaliers », qui représentent le degré d'efficacité de l'allocation du capital, ne progressent plus depuis quelques mois (voir annexe 19). La BCE attire donc l'attention sur le fait que *les efforts de la zone euro pour améliorer l'intégration des services du marché de la banque de détail doivent être poursuivis*. A cet égard, *la zone euro doit continuer d'améliorer les mécanismes de l'Union Bancaire et des autres réformes, comme l'initiative lancée par la Commission Européenne qui a pour objectif d'identifier les barrières résistances qui empêchent la zone euro de croître plus rapidement*, destinées à reformer le marché des services qu'offrent les banques de détails. Le plan d'assurance des dépôts européens devrait également réduire davantage la dispersion des taux d'intérêts selon les pays et de rétablir la confiance des dépositaires indépendamment de la situation géographique de la banque.

En résumé, nous avons, jusqu'à présent, défini l'importance des banques dans le système de la zone euro en ce sens qu'elles assurent l'intégration financière de ses pays membres et, de ce fait, leur développement économique. Nous avons également expliqué leur lien étroit avec les gouvernements nationaux, ce qui les a empêchées d'assurer l'intégration financière et qui a affecté les dettes souveraines. Les dirigeants européens ont alors décidé de commencer à créer une Union Bancaire, qui reste actuellement incomplète. Nous nous sommes, ensuite, intéressé à son effet sur

l'intégration financière, qui permet le développement économique des pays membres de la zone euro, ce qui constitue in fine l'essence de la création d'une zone monétaire.

- Dans quelle mesure l'Union Bancaire a-t-elle impacté l'intégration financière des pays membres de la zone euro ?

Le rapport qu'a publié la Banque Centrale Européenne à ce propos nous a permis d'observer que l'intégration financière ralentissait quelque peu en 2015. Mais, la fragmentation des taux d'intérêt de dépôts était beaucoup moins importante qu'en 2007. Les coûts d'emprunts pour les entreprises non financières et les ménages continuaient de converger. Les PME accédaient de plus en plus facilement aux sources de financement externes (étant donné leur coût moins important). Aussi, la dispersion des rendements des banques de la zone euro est inférieure à celle d'avant crise (2007). La BCE observait également la réduction de la dispersion des taux d'intérêt des obligations des banques de la zone euro. Comme elle l'expliquait, ces améliorations sont dues aussi bien à son assouplissement quantitatif qu'aux progrès réalisés au niveau de l'Union Bancaire.

Néanmoins, la stagnation de certains indicateurs de l'intégration financière au niveau de quelques segments du système bancaire, notamment le marché de la banque de détail, illustre la nécessité de continuer de réformer le système bancaire de la zone euro. Malgré la convergence des coûts d'emprunt pour les entreprises non-financières et les ménages de la zone euro, la situation est encore loin d'être aussi positive qu'avant la crise financière en 2007. Le nombre de crédits accordés par les filiales des banques étrangères stagne et reste très inférieur à son niveau de 2011.

En conclusion, dans quelle mesure l'Union Bancaire a-t-elle amélioré la situation de la zone euro ? La réponse n'est pas évidente parce que la même année (2012) que l'annonce de sa création, la Banque Centrale Européenne mettait en place une « Opération Monétaire sur Titres », dont l'objectif était également de relancer l'intégration financière des pays membres de la zone euro. En tout cas, ces analyses nous ont permis d'observer qu'elle n'est certainement pas suffisante et compte tenu du fait que l'assouplissement quantitatif devrait être réduit petit à petit, il sera essentiel pour la zone euro de compléter la réforme de l'Union Bancaire et de faire aboutir les projets tel que celui qui a été entrepris par la Commission Européenne concernant l'identification des barrières à l'intégration financière. Ces réformes sont essentielles parce qu'elles protégeront le système financier de la zone euro contre les déséquilibres éventuels des marchés et elles donneront les moyens aux pays membres de s'ajuster en cas de choc asymétrique pour bénéficier des avantages de leur appartenance à la zone euro.

2.3 Conclusion

En conclusion, dans le premier chapitre, nous avons apporté les premiers éléments de réponse à notre question de recherche, qui consiste à évaluer l'intérêt qu'ont les pays membres de la zone euro à conserver la monnaie unique. Nous avons vu qu'une zone monétaire est intéressante économiquement parce qu'elle devrait favoriser le développement économique de ses pays membres. Mais, pour cela, ceux-ci doivent veiller à assurer la mobilité de la main d'œuvre, la flexibilité des salaires et l'intégration fiscale au sein de la zone pour ne pas devoir supporter des coûts économiques importants lors de leur ajustement à des chocs asymétrique. Ces mécanismes ne sont pas développés au sein de la zone euro. Par conséquent, lors du premier grand choc asymétrique qu'était la crise financière de 2007, *en l'absence de flexibilité des économies, les critères de convergence ont contribué à dégrader la situation économique des Etats membres. Or, étant dans l'impossibilité de monétiser, les Etats membres ont été obligés d'intervenir pour sauver les banques en difficulté, malgré leur mauvaise situation.* Celle-ci s'est donc petit à petit transformée en crise des dettes souveraines et puis en crise politique en ne faisant qu'accroître les divergences politiques au sein de la zone euro. L'objet de ce second chapitre était donc de répondre aux questions suivantes :

- Pourquoi les banques ont-elles un rôle si important ?
- Pourquoi dépendaient-elles encore tellement des Etats ?
- Qu'ont donc entrepris les dirigeants européens pour y remédier et ainsi garantir la stabilité de la zone euro ?
- Quels effets ont eu ces réformes ?

Nous avons vu que les banques assurent, seules, le financement monétaire d'une économie. Elles occupent donc une place essentielle dans le processus d'intégration financière des pays membres d'une zone monétaire. Cette intégration s'envisage dans une dimension beaucoup plus large, à savoir l'intégration économique. Pelkmans (2006) définit l'intégration économique comme l'élimination de barrières économiques entre plusieurs économies, ce qui contribue à favoriser fortement la mobilité de biens, de services, de facteurs de production, de capital mais aussi de flux de communication. Or, comme le rappelle Stiglitz (2016), *l'adoption de l'euro était considérée comme une avancée dans le projet européen en ce sens qu'elle était censée favoriser l'intégration économique de ses pays membres et, par conséquent, favoriser leur croissance économique.* Mais, celle-ci exige donc un système bancaire solide, solvable et qui ne mette pas en danger financier les Etats membres.

Afin de mieux comprendre l'intérêt de *l'intégration financière*, et le rôle capital des banques, nous avons analysé les caractéristiques plus en détail.

- La première caractéristique concerne *l'amélioration du partage des risques et de l'allocation du capital, qui devrait accroître la confiance des investisseurs et des consommateurs dans la zone euro, ce qui stimulera alors la croissance économique de la zone.*
- Le deuxième avantage qu'offre l'intégration financière est lié à *l'efficacité économique*. Maes (2007) précise qu'un marché financier plus intégré est par définition un marché plus compétitif, ce qui devrait mettre la pression sur les institutions financières pour opérer de la façon la plus efficiente possible.
- Le dernier bénéfice est *le renforcement du système financier*. Comme l'ont démontré Giannetti et al. (2002), *l'intégration financière devrait accroître la concurrence avec les régions les moins développées et leur permettre de se développer et, par conséquent, d'améliorer leur système financier*. De Grauwe (2016) analyse l'intégration financière comme un mécanisme d'assurance qui facilite l'ajustement aux chocs asymétriques, d'autant plus important que l'histoire tend à confirmer que lorsque les pays membres d'une zone monétaire sont mieux intégrés financièrement, l'aversion au risque des divers investisseurs est moindre. Tous ces éléments contribuent donc à l'équilibre économique de la zone monétaire en facilitant la politique monétaire unique et en favorisant l'ajustement des pays membres après un choc asymétrique. Cela montre *l'importance que la zone monétaire puisse reposer sur un système bancaire suffisamment solide pour garantir l'intégration financière des pays membres.*

Nous avons alors tenté d'évaluer le degré d'intégration financière de la zone euro. Comme le rappelle Maystadt (2007), *au début de l'histoire de la zone euro*, c'est-à-dire à l'époque des taux de change fixes et alors que le système bancaire et le marché des capitaux étaient rigides, *l'intégration financière n'avait que peu d'importance*. C'est à partir de la fin du système de Bretton Woods que l'intégration financière est devenue plus importante et a beaucoup évolué. Néanmoins, *malgré son évolution, plusieurs crises démontreront qu'on lui a accordé trop peu d'attention*. En outre, les divergences politiques, pourtant à la base du projet européen, ralentissaient le progrès de la zone euro dans ce domaine. En 2008, la Commission Européenne soulignait que *l'intégration du marché bancaire de la zone euro progressait, mais que ce processus restait très lent*. Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) précisent que la part des prêts transfrontières entre banques de la zone euro s'élevait à 33%. Et, la part des prêts transfrontières des banques aux ménages restait très faible, à savoir 5%. *En 2012, la crise des dettes souveraines a largement contribué à ralentir cette progression*. Les banques locales de certains pays (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne et Italie) ont été fortement mises sous pression, d'autant plus que ces banques restent le principal détenteur de la dette souveraine nationale. Elles ont donc enregistré d'énormes pertes durant cette période compte tenu de l'augmentation des taux d'intérêt sur ces dettes, et donc du coût auquel les banques doivent se

financer. Ces observations illustrent *l'insuffisance de la protection du système financier de la zone euro, ce qui l'a empêchée d'exercer son rôle principal*, à savoir garantir l'intégration financière des pays membres, *et n'a donc pas permis aux pays membres de la zone euro de croître économiquement. Par conséquent, les dirigeants européens devront s'occuper en priorité de renforcer le système bancaire afin de favoriser le développement économique des pays membres, en toutes circonstances.*

Nous avons vu que *l'intégration financière progressait, lentement, jusqu'au développement de la crise des dettes souveraines suite à laquelle les banques n'avaient, à cause de leur lien avec les Etats membres, plus accès aux capitaux.* Nous avons donc tenté de comprendre pourquoi les banques dépendaient encore des gouvernements nationaux et ce qu'ont entrepris les dirigeants européens pour y remédier. *Le lien entre les banques et les gouvernements s'explique par des éléments d'ordre réglementaire.* C'est pourquoi, en avril 2014, *le parlement européen adoptait la création de l'Union Bancaire, dont les objectifs étaient de solidifier les banques pour les rendre « résistantes » aux crises financières, d'éviter que l'épargne des contribuables ne serve à recapitaliser les banques en difficulté, de réduire la fragmentation du marché grâce à l'harmonisation des règles du marché et de garantir la stabilité financière de la zone euro.* Pour les atteindre, certains mécanismes ont été mis en place, comme un règlement uniforme, un mécanisme de surveillance unique et un mécanisme de résolution unique. On notera que la zone euro ne dispose toujours pas d'assurance commune des dépôts permettant d'éviter que les banques en difficulté n'aient plus accès aux capitaux et que l'épargne des contribuables ne serve à les recapitaliser. Or, *cette réforme est essentielle pour garantir la confiance des investisseurs dans le système bancaire, pour réduire la fragmentation du marché et donc relancer la croissance économique de la zone euro.* La structure actuelle devrait seulement atténuer, mais pas empêcher, une crise de confiance similaire à celle qu'a entraînée la crise financière en 2007.

Il semblait également intéressant d'analyser l'effet qu'ont eu ces réformes parce qu'elles restent *très critiquées en ce sens qu'elles résulteraient, à cause du scepticisme de certains, dans des « demi-mesures » qui rendraient le système bancaire encore moins flexible qu'avant.* Pourtant, Djankov et al. (2006) observent qu'une *amélioration de la régulation des entreprises permet une croissance annuelle du PIB par habitant de 2.3%.* Haidar (2011), lui, conclut qu'en *moyenne chaque réforme réglementaire augmente la croissance du PIB de 0.15%.* Enfin, Pancotto et al. (2016) se sont intéressés à l'Union Bancaire et à son effet sur les marchés financiers et concluaient que les résultats montraient un *effet négatif sur le prix des actions des banques, mais que la hausse des exigences en capital permettait de réduire les CDS.* En outre, l'impact de l'Union Bancaire sur l'intégration financière des pays membres de la zone euro est très difficile à observer parce que la même année (2012) que l'annonce de sa création, la Banque Centrale Européenne mettait en place une « Opération Monétaire sur Titres », qui avait également pour objectif de relancer l'intégration financière des pays membres de la zone euro. En tout cas, *ces analyses nous ont permis d'observer que l'Union Bancaire n'est certainement pas suffisante et compte tenu du fait que l'assouplissement quantitatif devrait*

être réduit petit à petit, il sera essentiel pour la zone euro de compléter la réforme de l'Union Bancaire et de faire aboutir les projets, comme celui entrepris par la Commission Européenne concernant l'identification des barrières à l'intégration financière. Ces réformes sont essentielles parce qu'elles protégeront le système financier de la zone euro contre les déséquilibres éventuels des marchés et surtout elles donneront les moyens aux pays membres de s'ajuster en cas de choc asymétrique pour favoriser leur développement économique.

En résumé, notre question de recherche a pour objectif d'évaluer l'intérêt qu'ont les pays membres de la zone euro à conserver la monnaie unique. Le premier chapitre nous a permis de comprendre que l'appartenance à une zone monétaire est intéressante parce que celle-ci favorise le développement économique des pays membres. Pour cela, ceux-ci devront assurer la mobilité de la main d'œuvre, la flexibilité des salaires et l'intégration fiscale pour éviter de devoir supporter des coûts économiques importants lors de leur ajustement aux chocs asymétriques ; la politique monétaire unique ne pouvant les aider. La zone euro ne dispose pas de ces mécanismes. Par conséquent, le manque de flexibilité des économies et l'absence de possibilité de monétisation ont obligé les gouvernements, pourtant en mauvaise situation, à intervenir lors du premier grand choc asymétrique qu'était la crise financière de 2007 pour sauvegarder le système financier (pas suffisamment protégé) de la zone euro. Le deuxième chapitre nous a permis de comprendre que cette intervention était fondamentale. En effet, les banques assurent le financement monétaire d'une économie et contribuent donc à l'intégration financière des pays membres d'une zone monétaire. Or, cette intégration améliore le partage des risques et de l'allocation du capital, améliore l'efficacité économique et renforce le système financier de la zone. L'intégration financière progressait, lentement, jusqu'au développement de la crise des dettes souveraines suite à laquelle les banques n'avaient, à cause de leur lien avec les Etats membres, plus accès aux capitaux. Ce lien s'explique par des éléments d'ordre réglementaire. C'est pourquoi, en avril 2014, le parlement européen adoptait la création de l'Union Bancaire, qui reste malheureusement incomplète en ce sens que la zone euro ne dispose toujours pas d'assurance commune des dépôts permettant d'éviter que les banques en difficulté n'aient plus accès aux capitaux et que l'épargne des contribuables ne serve à les recapitaliser.

L'objet du troisième et dernier chapitre sera donc de comprendre les derniers éléments de notre question de recherche en répondant aux questions suivantes :

- Pourquoi l'Union Bancaire est-elle insuffisante ?
- Si l'optimalité d'une zone monétaire est si difficile à atteindre, n'est-il pas plus avantageux de sortir de la zone euro ?
- Dans le cas contraire, quels sont les prochains projets sur lesquels les dirigeants européens doivent progresser en priorité ?

3 L'avenir de la monnaie unique

« Etant donné leurs différences historiques, les pays européens suivent des philosophies économiques différentes et en déduisent des réponses aux crises tout à fait différentes. Ces divergences sont tellement enracinées dans la pensée des décideurs politiques nationaux qu'une incompréhension immense en résulte. »

Landau et al., *The euro and its battle of ideas*, 2016.

« Les pays européens pourraient s'accorder sur le partage d'une monnaie commune... Mais, c'est politiquement très compliqué, presque utopique. »

Robert Mundell, 1973.

Nous avons vu, au cours des deux premiers chapitres, que les défauts du Traité de Maastricht ont contribué à dégrader la situation économique des Etats membres. Or, malgré leur mauvaise situation, dans l'impossibilité de monétiser, les Etats membres ont été obligés d'intervenir pour sauver les banques en difficulté au moment de la crise financière en 2007. Celle-ci s'est donc petit à petit transformée en crise des dettes souveraines et puis en crise politique en ne faisant qu'accroître les divergences politiques au sein de la zone euro. C'est pourquoi, les dirigeants européens ont commencé à entreprendre des réformes, notamment celle de l'Union Bancaire, *pour tenter de rompre le lien entre les gouvernements nationaux et les banques nationales et ainsi le lien entre crise bancaire et dette souveraine*. Ces réformes sont souvent critiquées parce qu'elles rendraient le système plus rigide qu'il ne l'est actuellement. Néanmoins, diverses études tendent à prouver qu'elles devraient avoir un effet positif sur la croissance économique de la zone euro. Leur impact sur l'intégration financière, qui constitue l'essence même de la création d'une zone monétaire, est plus complexe à quantifier. Ce qui est certain, c'est que l'Union Bancaire à elle seule ne suffira pas à garantir la stabilité du système financier de la zone euro et donc à promouvoir son développement économique. Dans ce chapitre, nous allons donc tenter de répondre aux questions suivantes :

- Pourquoi l'Union Bancaire est-elle insuffisante ?
- Si l'optimalité d'une zone monétaire est si difficile à atteindre, n'est-il pas plus avantageux de sortir de la zone euro ?
- Dans le cas contraire, quels sont les prochains projets sur lesquels les dirigeants européens doivent progresser en priorité ?

3.1 Insuffisance de l'Union Bancaire

Avant de développer les raisons pour lesquelles l'Union Bancaire ne permettrait pas actuellement de faire face à une éventuelle nouvelle crise financière, revenons sur la structure de celle-ci.

Comme nous l'avons expliqué dans le second chapitre, l'Union Bancaire a pour objectif de :

- ✓ Solidifier les banques pour les rendre « résistantes » aux crises financières,
- ✓ Éviter que l'épargne des contribuables ne serve à recapitaliser les banques en difficulté,
- ✓ Réduire la fragmentation du marché grâce à l'harmonisation des règles du marché,
- ✓ Garantir la stabilité financière de la zone euro en général (Conseil de l'Union Européenne, 2016).

Pour atteindre ceux-ci, le parlement européen a adopté, en avril 2014, les mécanismes suivants :

- ✓ Le règlement uniforme,
- ✓ Le mécanisme de surveillance unique,
- ✓ Le mécanisme de résolution unique.

Comme l'illustre la définition des piliers de l'Union Bancaire, nous pouvons observer que *ses mécanismes visent principalement à garantir la stabilité du système bancaire de la zone euro et ne satisfont donc pas l'ensemble des objectifs mentionnés ci-dessus*. Seuls, le premier et le dernier objectif sont pris en compte. En effet, le règlement uniforme concerne « *les exigences de fonds propres des banques, l'amélioration des systèmes de garantie des dépôts et les règles régissant la résolution des défaillances des banques* » (Conseil de l'Union Européenne, 2017). La surveillance consiste à contrôler régulièrement la santé des banques de la zone euro sur base de règles communes. Et, la résolution unique est assurée par le Conseil de résolution unique, qui est l'autorité centrale de résolution, et le fonds de résolution unique, qui permet la recapitalisation bancaire grâce à aux fonds du système bancaire de la zone euro, mais qui est jugé trop insuffisant et trop complexe.

C'est pourquoi, De Grauwe (2016) ne pense pas que cette structure *puisse amener la zone euro à résoudre une nouvelle crise bancaire, parce qu'actuellement ce sont encore toujours les gouvernements nationaux qui doivent intervenir pour y faire face en recapitalisant les banques insolubles et en les restructurant via la vente de leurs actifs*. Or, ces recapitalisations sont rarement possibles à cause des critères de Maastricht, qui limitent les déficits et l'endettement des gouvernements nationaux. Cette situation a donc, comme nous l'avons développé dans le second chapitre, transformé la crise financière en crise des dettes souveraines en 2012. C'est pourquoi, *il est fondamental d'affaiblir le lien entre les gouvernements nationaux et leur système bancaire si l'on veut empêcher qu'un tel évènement se reproduise*. Pour répondre à ce problème, le fonds de résolution a été mis en place en 2013. Mais, celui-ci a été souvent très critiqué. En effet, non seulement il ne serait pas suffisant (€55 milliards), mais sa gouvernance serait tellement complexe qu'il ne serait pas suffisamment efficace en temps de crise bancaire. A l'heure actuelle, le fonds de résolution permet de garantir les dépôts supérieurs à €100.000. Mais, ce plan n'est d'application

qu'au niveau national. Si le choc financier est très important, comme lors de la crise financière en 2007, les institutions nationales d'assurance des dépôts, qui sont souvent garanties par les gouvernements nationaux et peuvent faire partie des banques centrales nationales, pourraient ne pas avoir suffisamment de fonds pour l'assurance des dépôts, surtout lorsque l'on regarde la situation financière actuelle des Etats. En d'autres mots, *dans le cas où le système bancaire national est mis à mal, il n'est pas certain que les dépôts soient garantis, ce qui contribue naturellement à entamer la confiance dans les systèmes bancaires nationaux et à réduire l'intégration financière* (les capitaux se dirigeant davantage vers les pays les plus « forts », voir annexe 2).

Le constat de l'insuffisance des deux piliers de l'Union Bancaire est partagé et mis en avant dans les travaux de Giraud et Kockerols (2015). Ceux-ci ont étudié « la résistance de l'Union Bancaire » et plus précisément l'effet d'un choc comparable à la crise financière en 2007 sur l'économie de la zone euro. Malheureusement, leurs conclusions sont négatives. En effet, la recapitalisation des banques européenne seraient toujours nécessaire et se ferait aux dépens des contribuables. La perte de PIB s'élèverait à €1000 milliards (soit -10% du PIB de la zone euro), les pertes d'emploi reviendraient à -1.91 millions (soit -2% de la population active) et une augmentation de la dette souveraine de €51.4 milliards (soit +0.5%). *La situation serait pire sans l'Union Bancaire, mais le fonds de résolution unique* (c'est-à-dire l'ensemble des règles qui régissent le partage des pertes en cas de défaut bancaire, et qui ne devrait d'ailleurs pas être tout à fait implémenté qu'en 2023) *reste très insuffisant*.

D'aucuns l'auront compris, *le pilier le plus important pour donner une réponse complète est le mécanisme d'assurance des dépôts*. En effet, il y a, *à l'heure actuelle, toujours un décalage entre la supervision, qui se déroule au niveau européen, et l'assurance des dépôts, qui reste nationale*. Cela signifie que c'est la supervision qui détermine si l'assurance des dépôts doit intervenir et quand elle doit le faire. Ces décisions sont donc prises au niveau européen et concerne des cas nationaux. Par conséquent, comme les chypriotes peuvent en témoigner, malgré que la monnaie soit unique, 1€ en Allemagne n'équivaut pas à 1€ en Grèce. Il faut donc remédier à cette asymétrie pour éviter la fuite des capitaux vers les pays « forts », qui empêche les pays membres de s'ajuster aux chocs asymétriques. Cette réforme est d'autant plus essentielle que les ménages de la zone euro ont 30% de leurs actifs sous forme de dépôts et que ceux-ci représentent 66% du passif des banques de la zone euro (voir annexe 21).

Le Plan d'Assurance des Dépôts Européens (EDIS, European Deposit Insurance Scheme, en anglais) a été envisagé et chapeauterait le Plan de Garantie des Dépôts, qui se fait au niveau national. C'est pourquoi, le PADE (Plan d'Assurance des Dépôts Européens) affaiblirait le lien entre les systèmes bancaires nationaux et les gouvernements nationaux. Les primes de risque des systèmes bancaires nationaux diminueraient, puisque les dépôts seraient garantis au niveau européen et ne dépendraient plus uniquement des gouvernements nationaux. La confiance dans les systèmes

bancaires devrait être renforcée, le risque de ruée bancaire (« bank run ») être réduit, l'intégration financière être améliorée et le développement économique donc stimulé.

En résumé, dans le chapitre précédent, nous avons observé que l'Union Bancaire ne suffira pas à elle seule à garantir la stabilité du système financier de la zone euro et donc à promouvoir le développement économique des pays membres. Nous avons cherché à en comprendre les raisons dans cette section.

Nous avons observé que les mécanismes de l'Union Bancaire visent principalement à garantir la stabilité du système bancaire de la zone euro et ne satisfont donc pas l'ensemble des objectifs que s'étaient fixés les dirigeants européens, notamment ceux de réduction de fragmentation du marché.

De Grauwe (2016) ne pense pas que cette structure permette à la zone euro de résoudre une nouvelle crise bancaire, parce qu'actuellement ce sont encore toujours les gouvernements nationaux qui doivent intervenir pour y faire face en recapitalisant les banques insolvables et en les restructurant via la vente de leurs actifs. Or, ces recapitalisations sont rarement possibles à cause des critères de Maastricht. Les travaux de Giraud et Kockerols (2015), qui ont étudié « la résistance de l'Union Bancaire » et plus précisément l'effet d'un choc comparable à la crise financière en 2007 sur l'économie de la zone euro, le confirment. En effet, la recapitalisation des banques européenne seraient toujours nécessaire et se ferait aux dépens des contribuables.

Le pilier le plus important, pour protéger entièrement le système financier de la zone euro, est le mécanisme d'assurance des dépôts. En effet, il y a, à l'heure actuelle, toujours un décalage entre la supervision, qui se déroule au niveau européen, et l'assurance des dépôts, qui reste nationale, ce qui signifie que 1€ en Allemagne n'équivaut pas à 1€ en Grèce et la fuite des capitaux vers les pays « forts » en cas de crise de confiance ne pourrait être empêchée. C'est pourquoi, le Plan d'Assurance des Dépôts Européens a été envisagé et chapeauterait le Plan de Garantie des Dépôts, qui se fait au niveau national. Celui-ci réduirait les primes de risque des systèmes bancaires nationaux, d'augmenter la confiance dans les systèmes bancaires, d'améliorer l'intégration financière et donc stimuler le développement économique.

3.2 Viabilité d'une sortie de la zone euro

Dans la section précédente, nous avons vu qu'une Union Bancaire est, normalement, composée de trois mécanismes fondamentaux : une supervision commune, une résolution commune et une assurance commune des dépôts. Dans la zone euro, les deux *premiers piliers sont insuffisants pour garantir sa stabilité en cas de crise financière et ne permettent pas encore d'éviter que cette crise se transforme en crise des dettes souveraines et le troisième pilier n'existe toujours pas*. Mais, d'aucuns pourraient s'interroger sur l'intérêt de réformer la zone euro compte tenu des difficultés économiques et politiques que comprend ce projet.

- Ne serait-il pas plus simple de sortir de la zone euro ?

Fin 2016, les mouvements contestataires de l'austérité imposée par l'Allemagne ou de la nécessité de renflouer les pays en difficulté grandissent au sein de la zone euro. Après le Brexit, le Grexit ou Frexit furent récemment évoqués. Mais, ces solutions extrêmes sont-elles réellement viables ?

En fait, *cette solution radicale serait une catastrophe pour les pays membres*. Tout d'abord, comme le rappelle Jean Claude Trichet (2017), celle-ci n'est *pas prévue par les Traités*. L'Union Européenne dispose d'un article qui autorise un pays membre à en demander sa sortie et à partir duquel les pays membres ont 2 ans pour négocier les nouveaux accords avec le pays sortant, à savoir l'article 50 (activé en mars 2017 par les Britanniques, par exemple). Mais, ce n'est pas le cas pour la zone euro. La première difficulté à laquelle ferait donc face le pays sortant est l'incertitude. Or, la crise financière en 2007 et celle des dettes souveraines en 2012 ont démontré que celle-ci n'est pas souhaitable parce qu'elle risque de réduire considérablement la confiance des investisseurs (et donc les investissements) et des ménages. En d'autres mots, la situation des agents économiques ne favorisera pas la croissance économique du pays sortant.

De plus, suite à ce choix, la nouvelle monnaie nationale (le franc français, par exemple, si la France sortait de la zone euro) s'effondrerait par rapport à l'euro, parce que les partis politiques, comme le parti d'extrême droite français, reprochent précisément à la monnaie unique d'être trop forte. En d'autres mots, l'euro serait surévalué. *La conséquence négative de cette situation serait de faire fuir les détenteurs de francs, qui favoriseraient donc la détention en euro afin d'éviter de perdre de l'argent ou la dépréciation de leurs actifs*. Par ailleurs, *la dépréciation de la nouvelle monnaie pèsera davantage sur le pouvoir d'achat des citoyens du pays sortant*, parce que les prix des biens importés augmenteront. De plus, la dette extérieure est devenue très importante (voir annexe 22). La valeur en monnaie nationale de la dette deviendrait donc insupportable.

Et, puis, comme le souligne Patrick Artus : « On observe les dysfonctionnements de la zone euro, mais on n'observe pas les dysfonctionnements qui se seraient produits sans l'euro » (Artus, 2017). Parmi ceux-ci, l'on pourrait citer l'importante volatilité des taux de change entre les pays de la zone euro comme dans les années 1990 et qui réduirait fortement les échanges entre les pays membres (voir

annexe 23). Aussi, compte tenu du risque de change, les taux d'intérêt de certains pays auraient pourr  tre très élevés, comme dans les années 1990 (voir annexe 24). Par ailleurs, si certains affirment que l'appartenance à l'euro encourage les politiques d'austérité, celles-ci seraient bien plus sévères sans l'euro. En effet, il aurait fallu, d'une part, éviter les baisses importantes du taux de change, comme dans les années 1990, en adoptant une politique monétaire restrictive et, d'autre part, restreindre la politique budgétaire pour limiter la hausse des taux d'intérêt. La zone euro, elle, a permis de maintenir des taux d'intérêts faibles sur la dette publique et permis une politique budgétaire plus expansionniste (voir annexe 25).

Il est donc important de continuer à réformer. Naturellement, cela nécessite l'acceptation de certains pays membres de transférer des fonds aux pays membres en difficulté parce qu'une zone monétaire produit de l'hétérogénéité. Cette diversité structurelle est d'ailleurs positive économiquement : « *Cela n'aurait pas de sens que tous les pays membres fabriquent des voitures* » (Artus, 2017). Mais, il faut alors assurer la redistribution pour permettre cette cohabitation. *Il faudrait que lorsqu'un pays fait un ajustement dépressif, un autre fasse un ajustement expansionniste. Ce qui n'est pas le cas pour le moment.* Seuls, les pays en difficulté doivent s'ajuster. La France, par exemple, doit réduire son déficit, mais l'Allemagne conserve son exc  dent. Pire, comme l'explique Artus : « *L'Allemagne prête son exc  dent de 10 points de PIB à l'étranger. Elle refuse de le prêter à d'autres pays européens et, ce faisant, soutient la croissance étrangère* » (Artus, 2017). L'objectif d'un projet fédéraliste comme la zone euro devrait être de favoriser la redistribution, même si l'histoire récente tend à prouver que l'Allemagne n'est pas encore prête à faire ce pas. Comme nous l'avons développé dans le premier chapitre, l'Allemagne ne veut pas d'une « union de transferts » comme elle l'appelle, c'est-à-dire une union dans laquelle l'argent est simplement transféré d'une région à l'autre. C'est pourquoi, l'Allemagne a très longtemps insisté et obtenu, d'une part, la création d'un cadre commun de régulation et, d'autre part, la mise en place d'une procédure commune de résolution en cas de défaut bancaire, pour que toutes les banques soient traitées de manière équitable, préalablement à la création d'une assurance commune. Cette assurance n'est toujours pas effective. Le problème que soulève Stiglitz (2016), c'est que la structure actuelle, sans l'assurance commune des dépôts, rend le système encore plus rigide qu'avant. La création de règles, rigides, empêche l'indulgence que montrerait la banque centrale    l'égard d'une banque dans des circonstances très particulières qui ne heurterait pas les emprunteurs et les déposants. Autrement dit, une décision prise à Bruxelles ou Francfort sur base de ces règles n'est pas nécessairement la plus adaptée pour répondre à une situation spécifique d'un pays. L'insuffisance de ces réformes, à cause des divergences politiques, empêchent donc la zone euro d'avancer.

En résumé, nous avons vu, dans la section précédente, que l'Union Bancaire n'est pas suffisante pour garantir le développement économique de la zone euro et qu'il reste beaucoup de progrès à réaliser à cet égard. C'est pourquoi, d'aucuns pourraient s'interroger sur l'intérêt de rester membre de la zone euro compte tenu des difficultés économiques et politiques que comprend ce projet. Mais, Trichet (2017) rappelle qu'une sortie de celle-ci n'est pas prévue par les Traités. Or, comme l'ont illustré la crise financière en 2007 et celle des dettes souveraines en 2012, l'incertitude, qui résulterait d'une éventuelle sortie de la zone euro, n'est pas souhaitable parce qu'elle risque de réduire considérablement la confiance des agents économiques de la zone et donc le développement économique du pays sortant.

De plus, en cas de sortie de la zone euro, la nouvelle monnaie nationale s'effondrerait par rapport à l'euro, parce que les partis politiques reprochent à la monnaie unique d'être surévaluée. Cette dépréciation ferait donc fuir les capitaux et pèserait aussi davantage sur le pouvoir d'achat des citoyens du pays sortant, qui devront faire face à l'augmentation des prix des biens importés. De plus, la dépréciation rendrait le montant de leur dette en monnaie nationale insupportable.

Il est donc important de continuer à réformer. Naturellement, cela nécessite l'acceptation de certains pays membres de transférer des fonds aux pays membres en difficulté parce qu'une zone monétaire produit de l'hétérogénéité. Il faudrait que lorsqu'un pays fait un ajustement dépressif, un autre fasse un ajustement expansionniste. L'objectif d'un projet fédéraliste comme la zone euro devrait être de favoriser la redistribution, même si l'histoire récente tend à prouver que l'Allemagne n'est pas encore prête à faire ce pas.

3.3 Rôle de l'Allemagne au sein de la zone euro

Jusqu'à présent, nous avons développé les raisons pour lesquelles l'Union Bancaire ne suffisait pas à garantir ni la stabilité du système bancaire de la zone euro, ni l'intégration financière de ses pays membres et donc leur développement économique. Cependant, la sortie de la zone euro, qui n'est pas prévue par les Traités et entraînerait énormément d'incertitude, serait beaucoup plus désavantageuse. C'est pourquoi, nous avons conclu que l'intérêt des pays membres était plutôt de continuer à réformer. Mais, pour être en mesure de comprendre les mesures que les dirigeants européens doivent entreprendre, il semble important de s'intéresser aux problèmes qu'ils rencontrent dans les réformes actuelles.

Rappelons que l'Allemagne, par exemple, est réticente à l'idée de créer une assurance commune des dépôts, comme il en existe aux Etats-Unis. A cet égard, les exigences, les réticences et les gains de cause d'une partie de la zone euro, qui se cristallisent autour de l'Allemagne, sur certains points révèlent, d'une part, l'importance qu'elle a gagnée dans la zone euro et, d'autre part, des problèmes plus profonds que l'importance de la mise en place d'un mécanisme d'assurance des

dépôts. Ces désaccords avec l'Allemagne ne sont pas nouveaux. Selon Landau et al. (2016), ils s'expriment à travers des différences idéologiques, de visions, et viendraient de différences historiques et donc culturelles. Pourtant, celles-ci ne sont pas irréversibles, ce qui devrait permettre aux européens de rester optimistes. Revenons, d'abord, sur le pouvoir que l'Allemagne a gagné aujourd'hui au sein de la zone euro. En fait, Landau et al. (2016) soutiennent que ce changement s'est opéré en deux temps. Ce pouvoir a, d'abord, été transféré de l'Union Européenne vers les gouvernements nationaux et, ensuite, des gouvernements nationaux vers l'Allemagne.

3.3.1 Transfert de pouvoir de l'Union Européenne vers les gouvernements nationaux

Au sein de l'Union Européenne, l'institution qui est censée promouvoir le progrès de l'intégration est la Commission Européenne, aussi appelée « le gardien des Traités » ou « le gardien de l'Union ». En effet, les Traités confèrent à la Commission un pouvoir de proposition de régulations et d'initiative. Le problème, assez étonnant pendant la crise financière en 2007, est le relatif manque d'efficacité de son engagement en dehors de ses compétences, à savoir la gouvernance économique et la régulation financière. Par conséquent, ce sont les Etats membres qui ont pris les initiatives nécessaires pour gérer la crise. En réalité, *la faiblesse de la Commission Européenne vient principalement des contraintes institutionnelles auxquelles elle doit faire face*, notamment sa taille. Il y a aujourd'hui 28 commissaires nationaux au sein de la commission, chacun étant responsable pour une politique particulière. Aussi, comme *le rôle de la Commission Européenne concerne essentiellement la régulation, elle n'est pas adaptée à la gestion de crise*, surtout que cela implique très souvent la sollicitation de ressources fiscales, qui restent dans les mains des gouvernements nationaux et que les pays hors zone euro auraient empêché le recours au budget européen pour résoudre les problèmes de la zone euro. Ceci nous permet de souligner l'importance de la création d'une assurance commune des dépôts pour transférer des capitaux des pays les « forts » vers les pays qui ont subi un choc asymétrique et donc de les faire bénéficier de leur appartenance à la zone euro.

Le transfert de pouvoir de l'Union Européenne vers les gouvernements nationaux s'est déroulé petit à petit, confirmant que les gouvernements nationaux ne voulaient pas que les institutions européennes jouent un rôle important dans la gestion de la crise. *Il s'est fait lorsqu'il a fallu venir en aide à l'Irlande et à la Grèce*. La zone euro était confrontée à un problème en ce sens que le Traité de Maastricht empêche un membre de la zone euro de recapitaliser un autre membre. C'est pourquoi, *les dirigeants européens ont opté pour une intervention externe, à savoir celle du FMI*. Malgré la réticence initiale de certains pays membres, parce que certains dirigeants craignaient la perte de crédibilité de l'Europe qui ne serait pas capable de résoudre ses problèmes toute seule, le fait de recourir au FMI a plusieurs avantages. Il suit un ensemble établi de procédures et il permet

de dépasser les divergences politiques. L'Allemagne, qui ne voulait pas d'une intervention de la Commission dans la gestion de la crise et qui avait insisté pour le recours au FMI, avait ainsi obtenu gain de cause dans ce qui constituerait la première étape vers la réduction des structures institutionnelles européennes. Notons que le Conseil Européen, alors présidé par Herman Van Rompuy, censé définir les politiques générales de l'UE et donc favoriser l'apparition d'un compromis, fut absent lors de ces négociations, ce qui illustre qu'il n'ait que rarement été à l'origine des initiatives prises pour gérer la crise.

Lorsqu'en avril 2010, la Grèce faisait appel à ce programme de recapitalisation, financé par l'Europe et le FMI, il a fallu mettre en place une structure de financement qui respecterait ou de contourner le Traité de Maastricht, qui, rappelons-le, empêche un pays membre d'en recapitaliser un autre. C'est pourquoi, l'institutionnalisation de l'intervention des gouvernements nationaux a été mise en place sous la forme de la « Troika ». Celle-ci comprenait quatre caractéristiques :

- Premièrement, la structure qui aiderait les Etats en difficulté serait privée, et non publique, à savoir un FCC (fonds commun de créance ou SPV en anglais).
- Deuxièmement, la mutualisation des financements se ferait via une garantie du FCC dans laquelle la contribution de chaque pays serait égale à sa part dans le capital de la BCE.
- Troisièmement, le mécanisme européen n'interviendrait que dans le cadre d'un programme du FMI avec des conditions préalables.
- Dernièrement, la Commission obtenait quand même un rôle en ce sens qu'elle était responsable de la gestion des conditions du côté européen (mais sur base des conseils et en coopération avec la BCE).

La restriction du Traité de Maastricht, selon laquelle aucun pays membre ne peut recapitaliser un autre pays membre, a aussi été contournée grâce à la création du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF, qui est le SPV), dont le mandat était d'assurer la stabilité financière en Europe en fournissant une aide financière aux pays en difficulté. Il a été construit comme une société privée, basée au Luxembourg, et avait le pouvoir de lever jusqu'à €440 milliards sur base des garanties gouvernementales, en proportion de la part de chaque gouvernement dans le capital de la Banque Centrale Européenne. Mais, pour s'assurer que le fonds aurait un rating AAA, certains pays, comme l'Allemagne, contribuaient plus que les autres. Le fonds emprunterait sur les marchés financiers et prêterait cet argent aux pays qui accepteraient un certain programme de réformes. Parallèlement à celui-ci, comme nous le mentionnions dans la section précédente, la Commission a développé le Mécanisme Européen de Stabilité Financière (MESF), dont le capital, garanti par les revenus de la Commission Européenne, s'élève à €55 milliards. Nous comprenons maintenant la raison pour

laquelle, d'une part, il est considéré comme insuffisant et, d'autre part, la façon dont le pouvoir a été transféré de l'Union Européenne vers les gouvernements nationaux et particulièrement vers l'Allemagne qui contribuait plus que les autres.

Rapidement, le capital du FESF, Fonds Européen de Stabilité Financière, garanti par les gouvernements nationaux, était considéré comme trop faible. La BCE voulait le doubler et faciliter son accès. C'est pourquoi, en 2011, le Conseil Européen créait le Mécanisme Européen de Stabilité, MES, qui, contrairement au FESF, est une nouvelle institution internationale suite à l'amendement de l'Article 136 du Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne. Mais, l'on aura observé que l'élan était quand même venu des gouvernements nationaux.

Le processus de transfert de pouvoir aux gouvernements nationaux s'est accentué lorsque les dirigeants européens ont tenté de mettre en place une structure plus robuste qui renforcerait l'adhésion aux anciennes règles budgétaires que la Grèce, par exemple, n'a pas respectées. Le premier pilier de cette initiative politique était le six-pack, qui avait pour objectif d'identifier les causes des divergences économiques persistantes et de corriger les déséquilibres macroéconomiques au sein de l'Union Européenne. Malgré la réticence initiale de la France, l'Allemagne a donc réussi à réformer le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) en modifiant le fonctionnement des institutions européennes. L'objectif était de transférer une partie de la souveraineté fiscale au niveau européen et d'assurer ainsi la discipline budgétaire en l'incluant dans la structure constitutionnelle. Suite à cette modification, les pays qui ne respecteraient pas les règles fiscales seraient privés, temporairement, de leur droit de vote. Cette initiative a été lancée par les grands Etats membres, comme l'Allemagne et la France, ce qui prouve encore le manque de réactivité de la Commission Européenne.

3.3.2 Transfert de pouvoir des gouvernements nationaux vers l'Allemagne

Mais, l'évènement qui a réellement changé le fonctionnement de la zone euro et qui confirme, selon Landau et al. (2016), la passation de pouvoir de l'Union Européenne aux gouvernements nationaux, et à l'Allemagne en particulier, c'est la rencontre entre *Angela Merkel et Nicolas Sarkozy à Deauville en octobre 2010*. Celle-ci a *modifié le regard des marchés sur la zone euro*. Au cours de cette discussion, *l'Allemagne acceptait de ne pas contrôler les budgets nationaux avant la création du Pacte de Stabilité et de Croissance et, en échange, la France acceptait de mettre en place une structure de crise qui incluait l'intervention de crédateurs privés*. Cette structure s'appelle implication du secteur privé (ISP ou PSI en anglais) et respecte le Traité de Maastricht en ce sens qu'il n'implique pas de recapitalisation d'un pays membre de la zone euro par un autre pays membre. Mais, *il signifie surtout que les détenteurs d'obligations souveraines, émises par les gouvernements de la zone euro, devraient supporter leurs pertes lorsque le pays émetteur aurait besoin de l'aide d'un autre pays membre de la zone euro*. Landau et al. (2016) expliquent que cet accord arrangeait de nombreuses parties prenantes. *Les économistes y adhéraient parce qu'il définissait*

une structure claire de la viabilité de la dette. Les politiciens l'acceptaient parce qu'il signifiait que les banquiers payeraient pour leurs éventuelles erreurs. Les pays débiteurs l'appréciaient parce qu'il limiterait leur contribution. Les pays créditeurs l'accueillaient parce qu'il renforcerait la discipline de marché. Mais, les investisseurs le détestaient parce qu'ils devraient non seulement supporter leurs pertes, mais ils devraient dès lors également faire face à l'incertitude liée à la dette souveraine. Le marché, lui, réagissait très vite à cet accord en pensant qu'un défaut sur les obligations souveraines périphériques étaient plus probables que prévu. D'ailleurs, les taux d'intérêt de ces pays ont fortement augmenté (voir annexe 26). Naturellement, les spreads des crédits default swap (« dérivés sur événement de crédit ») par rapport à l'Allemagne et la France ont également fortement augmenté. Le marché devenait donc beaucoup plus sensible aux nouvelles politiques et économiques. D'aucuns auront compris que l'Allemagne serait la référence concernant la discipline de marché et consolidait donc sa position centrale au sein de la zone euro.

Mais, Stiglitz (2016) était très critique à propos du PSI, bien que ce mécanisme soit justifié par la nécessité de partager les pertes. Comme nous l'avons développé au cours du premier chapitre, les pays membres d'une zone monétaire sont plus sujets aux crises parce que ceux-ci ne bénéficient plus de la souveraineté sur leur taux de change pour s'ajuster et réduire leur déficit. Ils doivent donc emprunter pour financer leur déficit si la Banque Centrale n'intervient pas. Mais, à partir d'un moment, l'endettement devient tellement important que les créditeurs s'inquiètent et refusent d'aider ces pays. Ces derniers ne disposent alors plus d'aucun moyen de financement et sont en crise. Pour éviter que la BCE ou le FMI soient seuls à devoir supporter ces pays, les européens ont décidé de mettre en place le PSI, qui signifie que les prêteurs privés devraient également supporter leurs pertes si l'un des pays venaient à faire défaut. Cela devrait empêcher les changements 'brutaux' de sentiments à propos de la solvabilité d'un pays et devrait réduire le risque de crise financière dans ce pays, puisque les investisseurs ne retireraient pas leurs capitaux. Le problème provient du fait que cette mesure ne cible pas nécessairement les bonnes personnes. On se souvient, par exemple, que les déposants ordinaires chypriotes ont dû accepter de supporter ces pertes sur leurs dépôts en 2012-2013. Cet événement envoyait un signal fort en ce sens que les déposants n'étaient plus protégés à tout prix, ce qui a largement contribué à réduire la confiance des investisseurs dans le système bancaire des pays les plus faibles et accentué la fuite des capitaux vers les pays les plus « forts ». D'où l'importance, comme nous le soulignons dans le second chapitre, de mettre en place le mécanisme d'assurance commune des dépôts.

Comme nous l'avons développé, la réponse apportée au problème grec en 2010 et le fait que la fiscalité restait dans les mains des gouvernements nationaux transféraient le pouvoir de la Commission Européenne aux gouvernements nationaux. Et, l'accord obtenu à Deauville, suite auquel la zone euro serait soumise à la discipline de marché, permettait à l'Allemagne d'avoir une importance considérable au sein de la zone euro. Etant donné sa discipline fiscale, son faible taux de chômage, ses surplus toujours plus importants et le fait que le marché était devenu « l'arbitre »,

l'Allemagne était devenue la référence au sein de la zone euro. La solution européenne passera donc par une négociation avec l'Allemagne et ne se fera pas sans elle, ce qui nécessitera de dépasser les divergences politiques importantes qui subsistent, notamment entre la France et l'Allemagne. Mais, cela reste tout à fait envisageable, d'autant plus que ces divergences ne sont pas nouvelles.

3.3.3 Différences idéologiques

Dans la section précédente nous mentionnions les divergences politiques qui animent la zone euro actuellement et qui sont cristallisées autour la France et l'Allemagne. Elles sont, d'abord, culturelles. Malgré le fait que ces deux pays soient voisins, partagent le droit romain et s'accordent sur la nécessité d'intervention de l'Etat dans l'économie, certains événements historiques ont contribué à leur faire emprunter des orientations économiques différentes. La France recourt au caméralisme, le modèle moderne de direction bureaucratique d'une économie. Mais celui-ci requiert une certaine centralisation. C'est pourquoi, elle se rapproche aujourd'hui le plus d'un Etat unitaire centralisé, mais cela n'a pas toujours été le cas. L'Allemagne, elle, a souvent été un Etat fédéral, sauf pendant la seconde guerre mondiale, suite à laquelle elle s'est éloignée de la centralisation. Par conséquent, le pays a souvent prôné l'Etat de droit pour permettre l'existence des différences qu'implique le fédéralisme. Cette différence de système politique a des conséquences diverses, notamment sur la vision du système financier. Le système financier français est très concentré et coordonné par le Trésor français. En Allemagne, le système bancaire est principalement régional, malgré les quelques grandes banques universelles. Le système légal est aussi différent parce qu'il est nécessaire d'équilibrer les intérêts des différentes régions. Ces différences se ressentent également au niveau de la vision de la politique monétaire. Pour répondre aux manipulations du dollar dans les années 1960-1970, les Français voulaient développer les capacités de la zone euro à affecter elle-même la valeur externe de sa monnaie. La monnaie était vue comme un instrument proactif. A l'inverse, les allemands pensaient plutôt la monnaie comme un instrument dont il fallait restreindre l'utilisation, ce qui est le cas dans les systèmes fédéralistes parce que la création de monnaie risquerait d'affecter les revenus des autres régions de manière désordonnée. La malheureuse expérience de la seconde guerre mondiale a donc poussé l'Allemagne à tourner le dos à la centralisation étatique et à opter pour un libéralisme régulé. A l'inverse, celui-ci était discrédité en France, ce qui l'amenait à promouvoir la planification économique. Cette observation souligne que les cultures ne sont pas irréversibles ; certains événements peuvent les faire changer. Certes, ces divergences idéologiques sont bien ancrées, mais un accord est possible. Comme le souligne Artus (2017), la zone euro a un avenir si l'on discute avec les Allemands.

En résumé, jusqu'à présent, nous avons développé les raisons pour lesquelles l'Union Bancaire ne suffisait pas à garantir ni la stabilité du système bancaire de la zone euro, ni l'intégration financière de ses pays membres et donc leur développement économique. Cependant, la sortie de la zone euro, qui n'est pas prévue par les Traités et entraînerait énormément d'incertitude, serait beaucoup plus désavantageuse. C'est pourquoi, nous avons conclu que l'intérêt des pays membres était plutôt de continuer à réformer. Mais, pour être en mesure de comprendre les mesures que les dirigeants européens doivent entreprendre, il semblait important de s'intéresser aux problèmes qu'ils rencontrent dans les réformes actuelles, ce que nous avons fait dans cette section.

Les exigences d'une partie de la zone euro, qui se cristallisent autour de l'Allemagne, à l'égard de certaines problématiques révèlent l'importance qu'elle a gagnée dans la zone euro. De plus, les différences idéologiques avec d'autres pays membres ne sont pas irréversibles.

Nous sommes donc revenus sur l'importance qu'a gagnée l'Allemagne au sein de la zone euro. Landau et al. (2016) soutiennent que ce changement s'est opéré en deux temps, d'abord, de l'Union Européenne vers les gouvernements nationaux et, ensuite, de ceux-ci vers l'Allemagne. Ce changement s'explique, notamment, par les contraintes institutionnelles auxquelles la Commission Européenne doit faire face, notamment sa taille et son rôle, qui concerne essentiellement la régulation et n'est pas adapté à la gestion de crise. Ce sont donc les gouvernements nationaux qui ont pris l'initiative de la gestion de la crise financière en 2007.

Ce transfert s'est confirmé lorsqu'il a fallu venir en aide à l'Irlande et à la Grèce. La zone euro était confrontée à un problème en ce sens que le Traité de Maastricht empêche un membre de la zone euro de recapitaliser un autre membre. C'est pourquoi, les dirigeants européens ont opté pour une intervention externe, à savoir celle du FMI, ce qui illustre leur réticence à l'égard d'une intervention des institutions européennes dans la gestion de la crise. L'institutionnalisation de l'intervention des gouvernements nationaux a été finalement mise en place sous la forme de la « Troïka », dont la structure était privée, pas publique, et qui était garantie par la contribution de chaque pays à concurrence de leur part dans le capital de la BCE. Mais, pour cette structure aurait un rating AAA, certains pays, comme l'Allemagne, contribuaient plus que les autres.

Mais, l'évènement qui a réellement changé le fonctionnement de la zone euro et qui confirme, selon Landau et al. (2016), la passation de pouvoir de l'Union Européenne aux gouvernements nationaux, et à l'Allemagne en particulier était la création de l'implication du secteur privé, qui signifiait que les détenteurs d'obligations souveraines, émises par les gouvernements de la zone euro, devraient supporter leurs pertes lorsque le pays émetteur aurait besoin de l'aide d'un autre pays membre de la zone euro. Cet accord a modifié le regard des marchés sur la zone euro, qui considérait dès lors que l'Allemagne serait la référence concernant la discipline de marché.

L'Allemagne est devenue la référence au sein de la zone euro. Les solutions, simplistes, qui consisteraient à travailler sans l'Allemagne n'ont donc pas de sens. La solution européenne passera par une négociation avec elle, ce qui nécessitera de dépasser les divergences politiques importantes qui subsistent. Mais, cela reste tout à fait envisageable, d'autant plus que ces divergences ont plusieurs fois changé de formes. En effet, certains événements historiques ont contribué à faire emprunter aux pays membres des orientations économiques différentes. La France, qui est considérée comme un Etat unitaire centralisé, a plusieurs fois changé de système politique et économique et l'Allemagne, elle, n'a pas toujours reposé sur un système fédéral. Ces divergences idéologiques sont donc, certes, bien ancrées, mais pas irréversibles.

3.4 Réformes à entreprendre ensemble au plus vite

Nous l'avons vu, la sortie de la zone euro n'est pas souhaitable tant elle serait négative pour les agents économiques de la zone et mettrait davantage les Etats membres en difficulté. Mais, comme le souligne Stiglitz (2016), la monnaie unique ne doit pas être conservée à tout prix comme elle l'est actuellement, c'est-à-dire au prix de récessions et de taux de chômage élevés. Les dirigeants européens doivent donc prendre les mesures nécessaires pour relever la mission qu'ils s'étaient fixée lors de la création de la zone euro, à savoir l'intégration économique des pays membres et, par conséquent, leur croissance économique.

C'est pourquoi, compte tenu de la situation économique et financière actuelle de certains pays membres de la zone euro, il faudra d'abord assurer la stabilité du système financier de la zone et surtout donner les moyens aux pays membres de s'ajuster aux chocs asymétriques pour rétablir leur équilibre économique et leur permettre de bénéficier de leur appartenance à la zone euro. En effet, l'histoire l'a démontré, les marchés ne garantissent pas automatiquement l'équilibre économique et, en l'absence de souveraineté sur leur politique monétaire et avec une politique budgétaire limitée par les critères de Maastricht, les pays membres de la zone euro ne disposent pas de mécanismes nécessaires pour faire face aux éventuels déséquilibres des marchés.

Les dirigeants européens se sont engagés dans la réalisation de la première partie, mais, comme nous l'avons évoqué au cours du troisième chapitre, celle-ci reste très insuffisante. Rappelons que le MES n'intervient que lorsqu'un pays est en crise, c'est-à-dire lorsque certaines banques sont sur le point d'être fermées. *Il s'agira donc de compléter l'Union Bancaire afin d'intervenir avant la crise, de prévenir celle-ci en mettant en place le mécanisme d'assurance commune des dépôts, sans laquelle le capital fuira à nouveau, lors du prochain choc asymétrique, des pays en difficulté pour se diriger vers les pays « forts ».* Celle-ci doit être la priorité, selon Stiglitz (2016), parce que si le système bancaire de ces pays se fragilise, ce sont les économies de ces pays qui se fragiliseront davantage. Or, étant donné leur situation économique actuelle, cela n'est pas souhaitable. Mais, nous l'avons vu, certains pays membres, dont l'Allemagne, sont encore réticents

à l'idée de former une « union de transfert ». Le défi consistera donc à dépasser ces divergences politiques.

La seconde priorité devra être la mutualisation de la dette. Selon Stiglitz (2016), l'Union Bancaire est essentielle pour éviter les mouvements de capitaux divergents et donc déstabilisateurs, mais la mutualisation de la dette est également fondamentale. Au cours du premier chapitre, nous avons analysé le mouvement de main d'œuvre au sein de la zone euro. Ce critère était préconisé par Mundell (1961) pour permettre aux pays membres de s'adapter aux chocs asymétriques, mais De Grauwe (2016) insistait sur le fait qu'il ne prenait pas en compte la dynamique négative que pouvait avoir la dette. Rappelons-nous, qu'en cas de baisse de la demande, par exemple, la production et donc l'emploi risquent de diminuer. Par conséquent, si la main d'œuvre est mobile, le gouvernement ne percevra pas autant de taxes qu'auparavant, ce qui l'amènera à aggraver son déficit budgétaire. Si la Banque Centrale n'intervient pas, le déficit risque donc de s'aggraver et le pays peut être amené à emprunter. Il faudrait donc un mécanisme pour éviter que ces mouvements de population soient déstabilisants. Cette idée est également soutenue par Bénassy-Quéré et Cœuré (2014), qui s'interrogent sur le fait que les pays membres de la zone euro soient en crise, alors que leurs fondamentaux sont bons, le rapport dette publique sur PIB de la zone euro dans son ensemble est beaucoup moins important que celui du Japon ou des Etats-Unis. Cela illustre, en fait, le manque de solidarité dont font preuve les pays membres, ce qui oblige les marchés à réfléchir « par pays ». Mais, la mutualisation de la dette romprait surtout le lien entre les banques et les gouvernements nationaux. En outre, l'émission de dettes communes permettrait aux entreprises de la zone euro dans son ensemble d'emprunter en fonction de leur solvabilité et non pas en fonction de celle d'un Etat. La mutualisation de la dette, qui pourrait se faire via l'émission d'une obligation européenne, les « eurobonds », par la BCE et souscrite par l'ensemble des pays membres de la zone euro, est une solution très intéressante. Le montant de dette mutualisée serait limité et les revenus de cette dette ne pourrait être que dépensés dans certaines conditions, par exemple dans les pays en difficulté et uniquement dans les infrastructures ou l'éducation.

Malheureusement, plusieurs éléments freinent encore l'avancement de ce projet qui, comme pour l'Union Bancaire, sont d'ordre politique. C'est-à-dire que la mutualisation de la dette risquerait d'encourager les politiques budgétaires irresponsables parce que chaque Etat membre sait que ses dettes seront remboursées, si besoin par un autre pays. De plus, ce projet concerne les dettes futures. Qu'en serait-il donc des dettes passées, qui n'ont pas fait l'objet de contrôle ? Il faudrait donc revoir entièrement les mécanismes d'approbation des budgets. La réticence politique de certains pays membres concernant une « union de transfert » devra donc être dépassée. Les dirigeants européens doivent comprendre qu'une intégration économique ne se fait pas sans quelques transferts des pays « forts » vers les autres quand ils sont en difficulté. Les divergences politiques devront donc être dépassées pour faire avancer la zone euro.

La troisième réforme, à laquelle les dirigeants européens doivent rapidement se consacrer, concerne l'effet négatif des critères de Maastricht. Rappelons que lorsqu'un pays doit faire face à une baisse de ses revenus, il ne peut relancer son économie parce que son déficit est limité à 3%. Or, cette limite devrait pouvoir être flexible lorsque la situation l'exige. Les stabilisateurs automatiques, définis par Sloman et Wride (2014), deviennent des déstabilisateurs automatiques. Cette mesure est essentielle parce que les mécanismes, cités ci-dessus, stabiliseraient et protégeraient le système financier de la zone euro, mais les critères de Maastricht empêchent un pays de s'ajuster aux chocs asymétriques. Cela signifie qu'il restera une certaine divergence entre les pays membres. En d'autres mots, les deux premières réformes sont nécessaires pour garantir la stabilité des pays membres de la zone euro et la troisième doit promouvoir leur croissance économique. Cette nécessité est partagée par Bénassy-Quéré et Cœuré (2014). Ces réformes construisent, en réalité, une union budgétaire, dont l'objectif est de fédéraliser davantage les pays membres de la zone euro et donc leur intégration économique.

La troisième proposition comprend plusieurs parties. La première consiste à s'accorder sur une structure fiscale commune. Nous avons souligné son absence, au cours du premier chapitre, et les bénéfices qu'elle apporterait. Celle-ci reposerait essentiellement sur ce que Stiglitz (2016) appelle « un budget de capital », qui différencierait entre les dépenses publiques destinées à la consommation des dépenses publiques destinées à l'investissement. La seconde partie de cette réforme consiste également à améliorer l'intégration économique de la zone euro en ce sens qu'elle met l'accent sur l'augmentation des dépenses au niveau européen, ce qui a manqué lors de la crise financière en 2007 parce que les pays membres en difficulté n'ont pu, faute de moyens, relancer leur économie. Stiglitz (2016) imagine, par exemple, la création d'un fonds commun d'assurance chômage, parce que les dépenses associées à l'augmentation du taux de chômage en période de crise peuvent peser sur le budget d'un pays. Ce fonds constituerait donc un stabilisateur automatique en ce sens que lorsqu'un pays fait face à une récession, ils disposent *automatiquement* de davantage de revenus. La troisième partie de la réforme doit créer davantage de flexibilité, particulièrement pour les PME. En effet, malgré le fait que le système financier soit plus solide et plus équilibré avec la création du mécanisme d'assurances des dépôts, lorsqu'un pays doit faire face à une baisse de l'activité économique, par exemple, les PME accèderont plus difficilement aux crédits. Or, certaines d'entre elles, les plus ouvertes au commerce international, peuvent en avoir besoin. Stiglitz (2016) propose donc la mise en place d'une structure de prêts aux PME, comme il en existe aux Etats-Unis, les small and medium-size lending facility, qui leur accorderait des prêts ou des garanties pour leur aider à continuer de grandir. En d'autres mots, ces mesures seraient simplement regroupées autour d'un budget pour la zone euro, grâce auquel des politiques budgétaires contracycliques pourraient être menées, ce qui a manqué lors de la crise financière en 2007 et qui a empêché les Etats membres d'en sortir. Elles transféreraient temporaires entre Etats membres lorsque l'un d'entre eux est touché par un choc asymétrique. Par conséquent, cela exigera la formation d'un gouvernement économique

de la zone euro, qui proposera le budget, et une assemblée représentative, qui pourrait être un sous-ensemble du Parlement Européen.

Enfin, si le constat de nécessité de réformer la zone euro est partagé par l'ensemble des dirigeants européens, ceux-ci n'ont pas encore réussi à dépasser leurs divergences politiques. « *L'histoire de la réponse à la crise est celle d'un tâtonnement à la recherche du bon équilibre entre solidarité européenne et responsabilité au niveau national* » (Bénassy-Quéré et Cœuré, 2014, p.75). Le manque d'unité, dont ont fait preuve les pays membres de la zone euro lors de la crise financière de 2007, a contribué à accroître les coûts économiques et sociaux de ce choc asymétrique. Bénassy-Quéré et Cœuré (2014) rappellent la plaisanterie faite par le politologue, diplomate et ancien prix Nobel de la paix Américain, Henry Kissinger, lorsqu'il demandait le numéro de téléphone pour l'Europe pour illustrer ce propos. Le fait que ce numéro n'existe pas témoigne du manque de fédéralisme de l'Europe. Sa structure tend à multiplier les voix individuelles de sorte que la zone euro s'exprime rarement d'une seule voix. Mais, si les dirigeants européens ambitionnent un jour sortir de cette crise, il faudra qu'ils envisagent une union politique plus étroite pour aboutir aux réformes que nous mentionnions ci-dessus, à savoir la création d'une forme d'union budgétaire et bancaire, sans laquelle certains pourront peut-être retrouver la croissance économique, mais resteront à la merci d'une prochaine crise.

En résumé, étant donné les effets néfastes qu'aurait une sortie de la zone euro sur les pays membres, celle-ci n'est pas souhaitable, mais elle ne doit pas non plus être conservée à tout prix en l'état. C'est pourquoi, les dirigeants européens doivent prendre les mesures nécessaires pour relever la mission qu'ils s'étaient fixée lors de la création de la zone euro, à savoir l'intégration économique.

Compte tenu de la situation économique et financière de certains pays membres de la zone euro, il faudra, pour en garantir son fonctionnement optimal, assurer la stabilité de son système financier et surtout donner les moyens aux pays membres de s'ajuster aux chocs asymétriques pour rétablir leur équilibre économique et leur permettre de bénéficier de leur appartenance à la zone euro.

Les dirigeants européens se sont engagés dans les premières réformes, notamment la création de l'Union Bancaire. Mais, le MES n'intervient qu'au moment des crises, lorsque les banques sont sur le point d'être fermées par exemple. Il s'agira donc de compléter cette Union Bancaire pour intervenir avant la crise, prévenir celle-ci en mettant en place le mécanisme d'assurance commune des dépôts, sans laquelle le capital fuira à nouveau, lors du prochain choc asymétrique, des pays en difficulté pour se diriger vers les pays « forts ».

La seconde priorité devra être la mutualisation de la dette, qui permettrait d'éviter que les mouvements de main d'œuvre soient divergents et donc déstabilisateurs. Elle pourrait se faire via l'émission d'une obligation européenne par la BCE et souscrite par l'ensemble des pays membres de la zone euro. Elle romprait le lien entre les banques et les gouvernements nationaux et permettrait aux entreprises de la zone euro dans son ensemble d'emprunter en fonction de leur solvabilité et non pas en fonction de celle d'un Etat. Mais, plusieurs éléments freinent encore l'avancement de ce projet. Et, comme pour l'Union Bancaire, ceux-ci sont d'ordre politique.

Les mécanismes, cités ci-dessus, visent à stabiliser et protéger le système financier de la zone euro, mais les critères de Maastricht empêcheront un pays de s'ajuster aux chocs asymétriques. Cela signifie qu'il restera une certaine divergence entre les pays membres, ce qui freinera leur croissance économique. La troisième réforme, à laquelle les dirigeants européens doivent donc rapidement se consacrer, concerne l'effet négatif des critères de Maastricht. Elle comprend plusieurs parties. La première consiste à s'accorder sur une structure fiscale commune. A cet égard, Stiglitz (2016) propose « un budget de capital » qui ferait la différence entre les dépenses publiques destinées à la consommation des dépenses publiques destinées à l'investissement. La seconde partie consiste à mettre l'accent sur l'augmentation des dépenses au niveau européen, ce qui a manqué lors de la crise financière en 2007 parce que les pays membres en difficulté n'ont pu, faute de moyens, relancer leur économie. Enfin, la troisième partie de la réforme doit créer davantage de flexibilité pour les PME. En effet, bien que le système financier soit plus solide et plus équilibré avec la création du mécanisme d'assurances des dépôts, lorsqu'un pays doit faire face à une baisse de l'activité économique, les PME accèdent plus difficilement aux crédits.

En d'autres mots, ces mesures seraient simplement regroupées autour d'un budget pour la zone euro, grâce auquel des politiques budgétaires contracycliques pourraient être menées, ce qui a manqué lors de la crise financière en 2007 et qui a empêché les Etats membres d'en sortir. Elles favoriseraient des transferts temporaires entre Etats membres lorsque l'un d'entre eux est touché par un choc asymétrique. Par conséquent, cela exigera la formation d'un gouvernement économique de la zone euro, qui proposera le budget, et une assemblée représentative, qui pourrait être un sous-ensemble du Parlement Européen.

Enfin, si le constat de nécessité de réformer la zone euro est partagé par l'ensemble des dirigeants européens, ceux-ci n'ont pas encore réussi à dépasser leurs divergences politiques. Le manque d'unité, dont ont fait preuve les pays membres de la zone euro lors de la crise financière en 2007, a contribué à accroître les coûts économiques et sociaux de ce choc asymétrique. Mais, si les dirigeants européens ambitionnent un jour sortir de cette crise, il faudra qu'ils réforment la zone euro, ce qui compte tenu des défauts des Traités passera par la création d'une forme d'union budgétaire et bancaire, qui exigera une union politique plus étroite, sans laquelle certains

pourront peut-être retrouver la croissance économique, mais resteront à la merci d'une prochaine crise.

3.5 Conclusion

En résumé, rappelons que notre question de recherche consiste à évaluer l'intérêt qu'ont les pays membres de la zone euro à conserver la monnaie unique. Notre objectif est donc de mieux en comprendre le fonctionnement et d'être en mesure de nuancer les critiques auxquelles la zone euro doit faire face.

Nous avons vu, au cours des deux premiers chapitres, que l'appartenance à une zone monétaire est intéressante économiquement parce que celle-ci favorise le développement économique des pays membres. Pour cela, ceux-ci devront mettre en place des mécanismes afin d'éviter de supporter des coûts économiques importants lors de leur ajustement aux chocs asymétriques ; la politique monétaire unique ne pouvant les aider. La zone euro ne dispose pas de ces mécanismes. De plus, les défauts du Traité de Maastricht ont contribué à dégrader la situation économique des Etats membres. Or, malgré leur mauvaise situation, dans l'impossibilité de monétiser, les Etats membres ont été obligés d'intervenir pour sauver les banques en difficulté au moment de la crise financière en 2007. Celle-ci s'est donc petit à petit transformée en crise des dettes souveraines. Pourtant, cette intervention était essentielle parce que les banques assurent le financement monétaire d'une économie et contribuent donc à l'intégration financière des pays membres d'une zone monétaire. Cette intégration améliore le partage des risques et de l'allocation du capital, améliore l'efficacité économique et renforce le système financier de la zone. C'est pourquoi, les dirigeants européens ont commencé à mettre en place une Union Bancaire. Malheureusement, celle-ci ne suffirait pas encore pour garantir la stabilité du système financier de la zone euro et donc promouvoir son développement économique. L'objet du troisième chapitre était donc d'apporter les derniers éléments de réponse à notre question de recherche en traitant les questions suivantes :

- Pourquoi l'Union Bancaire est-elle insuffisante ?
- Si l'optimalité d'une zone monétaire est si difficile à atteindre, n'est-il pas plus avantageux de sortir de la zone euro ?
- Dans le cas contraire, quels sont les prochains projets sur lesquels les dirigeants européens progresser en priorité ?

Les mécanismes de l'Union Bancaire visent principalement à garantir la stabilité du système bancaire de la zone euro et ne satisfont donc pas l'ensemble des objectifs que s'étaient fixés les dirigeants européens, notamment au niveau de la réduction de la fragmentation du marché. De Grauwe (2016) ne pense pas que cette structure permette à la zone euro de résoudre une nouvelle crise bancaire, parce qu'actuellement ce sont encore toujours les gouvernements nationaux qui doivent intervenir pour y faire face en recapitalisant les banques insolvables et en les restructurant via la vente de leurs actifs, d'autant plus que ces recapitalisations sont rarement rendues possibles à cause des critères de Maastricht. Les travaux de Giraud et Kockerols (2015), qui ont étudié « la résistance de l'Union Bancaire » et plus précisément l'effet d'un choc comparable à la crise financière

en 2007 sur l'économie de la zone euro, le confirment. En effet, la recapitalisation des banques européenne seraient toujours nécessaire et se ferait aux dépens des contribuables.

Le progrès qui reste encore à effectuer illustre la complexité du projet que représente la zone euro. C'est pourquoi, *d'aucuns pourraient s'interroger sur l'intérêt de rester membre de la zone euro*. Mais, Trichet (2017) rappelle qu'une sortie de celle-ci n'est *pas prévue par les Traités*. La première difficulté à laquelle ferait donc face le pays sortant est *l'incertitude*, qui n'est pas souhaitable, comme l'ont illustré la crise financière en 2007 et celle des dettes souveraines en 2012, parce qu'elle risque de réduire considérablement la confiance des agents économiques de la zone monétaire. De plus, en cas de sortie de la zone euro, *la nouvelle monnaie nationale s'effondrerait par rapport à l'euro*, parce que les partis politiques reprochent à la monnaie unique d'être surévaluée. Cette dépréciation ferait donc fuir les capitaux et *pèserait aussi davantage sur le pouvoir d'achat des citoyens du pays sortant*, ces derniers devant faire face à l'augmentation des prix des biens importés. Enfin, la dépréciation rendrait la valeur en monnaie nationale de la dette insupportable.

Par ailleurs, les solutions, simplistes, que certains mouvements « anti-euro » prônent, ne militant pas pour une coopération avec l'Allemagne n'ont pas de sens. *La solution européenne passera par une négociation avec l'Allemagne*. En effet, les exigences de certains pays membres de la zone euro, qui se cristallisent autour de l'Allemagne, à l'égard de certaines problématiques de la zone euro révèlent l'importance qu'elle a gagnée dans la zone euro. Or, ces différences idéologiques avec d'autres pays membres ne sont pas irréversibles, ce qui devrait permettre aux Européens de rester optimistes.

C'est pourquoi, les priorités des dirigeants européens doivent être la stabilité du système financier de la zone euro et surtout de donner les moyens aux pays membres pour s'ajuster aux chocs asymétriques, rétablir leur équilibre économique et favoriser leur développement économiquement. *Il s'agira donc de compléter l'Union Bancaire en mettant en place le mécanisme d'assurance commune des dépôts*, sans lequel le capital fuira à nouveau, lors du prochain choc asymétrique, des pays en difficulté pour se diriger vers les pays « forts ». *La seconde priorité devra être la mutualisation de la dette*, qui permettrait d'éviter que les mouvements de main d'œuvre soient divergents et donc déstabilisateurs. Elle rendrait également possibles les transferts temporaires entre Etats membres lorsque l'un d'entre eux est touché par un choc asymétrique. Elle pourrait se faire via l'émission d'une obligation européenne par la BCE et souscrite par l'ensemble des pays membres de la zone euro. Enfin, ces mécanismes stabilisent et protègent le système financier de la zone euro, mais les critères de Maastricht empêcheront un pays de s'ajuster aux chocs asymétriques. Cela signifie qu'il restera une certaine divergence entre les pays membres, ce qui les ralentira leur croissance économique. *La troisième réforme, à laquelle les dirigeants européens doivent donc rapidement se consacrer, concerne l'effet négatif des critères de Maastricht* et comprend plusieurs parties. La première consiste à s'accorder sur une structure fiscale commune. A cet égard, Stiglitz (2016) propose « un budget de capital » qui différencierait les dépenses

publiques destinées à la consommation des dépenses publiques et celles destinées à l'investissement. La seconde partie vise à mettre l'accent sur l'augmentation des dépenses au niveau européen, ce qui a manqué lors de la crise financière en 2007 parce que les pays membres en difficulté n'ont pu, faute de moyens, relancer leur économie. Stiglitz (2016) imagine, par exemple, la création d'un fonds commun d'assurance chômage. Enfin, la troisième partie de la réforme doit créer davantage de flexibilité pour les PME, parce que, malgré le fait que le système financier soit plus solide et plus équilibré avec la création du mécanisme d'assurances des dépôts, lorsqu'un pays doit faire face à une baisse de l'activité économique, par exemple, les PME accèdent plus difficilement aux crédits. En d'autres mots, ces mesures seraient simplement regroupées autour d'un budget pour la zone euro, grâce auquel des politiques budgétaires contracycliques pourraient être menées, ce qui a manqué lors de la crise financière en 2007 et qui a empêché les Etats membres d'en sortir.

Mais, si le constat de nécessité de réformer la zone euro est partagé par l'ensemble des dirigeants européens, ceux-ci n'ont pas encore réussi à dépasser leurs divergences politiques, ce qui freine ces réformes et donc le progrès de la zone euro. « *L'histoire de la réponse à la crise est celle d'un tâtonnement à la recherche du bon équilibre entre solidarité européenne et responsabilité au niveau national* » (Bénassy-Quéré et Cœuré, 2014, p.75). Le manque d'unité, dont ont fait preuve les pays membres de la zone euro lors de la crise financière en 2007, a contribué à accroître les coûts économiques et sociaux de ce choc asymétrique. Mais, si les dirigeants européens ambitionnent un jour sortir de cette crise et de se protéger contre la suivante, il faudra qu'ils réforment la zone euro, ce qui compte tenu des défauts des Traités passera par la création d'une forme d'union budgétaire et bancaire et exigera une union politique plus étroite, sans laquelle certains pourront peut-être retrouver la croissance économique, mais resteront à la merci d'une prochaine crise.

Conclusion

Depuis la crise financière en 2007, la situation de la zone euro ne cesse de se dégrader. Cette crise a atteint les dettes souveraines et s'est petit à petit transformée en crise politique et sociale. D'importants mouvements « anti-euro » en ont résulté et constituaient donc pour nous une opportunité unique de revenir sur la nécessité de l'euro et sur l'urgence de réformer le système qui doit soutenir son fonctionnement. Notre contribution consistait à mieux comprendre le fonctionnement de la zone euro et être en mesure de nuancer les critiques auxquelles celle-ci doit faire face. A cet égard, nous avons répondu à ces questions :

- Pourquoi la monnaie unique est-elle économiquement intéressante ?
- A quelles conditions ? La zone euro remplit-elle ces conditions ?
- Dans le cas contraire, qu'ont entrepris les dirigeants européens pour garantir la pérennité de la zone euro ?
- Que doivent-ils encore entreprendre ?
- Est-il préférable de réformer la zone euro ou d'en sortir ? Telles sont les questions auxquelles nous avons répondu dans ce mémoire.

Nous avons vu que la zone monétaire est un accord d'un ensemble de pays acceptant la suprématie d'une seule monnaie. Celui-ci a de nombreux avantages (l'élimination des coûts de transaction, la réduction de l'incertitude liée aux taux de change), qui devraient favoriser le développement économique des pays membres. Mais, il comporte également un inconvénient majeur, à savoir la perte de leur souveraineté sur leur politique monétaire. Ils ne peuvent, dès lors, compter que sur la politique budgétaire pour s'ajuster aux chocs asymétriques. Cependant, celle-ci ne leur garantit pas d'éviter des coûts économiques importants. *La zone monétaire fonctionnera donc de manière optimale lorsque les économies disposent des mécanismes leur permettant de s'ajuster aux chocs asymétriques (c'est-à-dire revenir à l'équilibre macroéconomique) sans devoir en supporter des coûts économiques importants et donc se développer économiquement.* Ces mécanismes, développés par la théorie monétaire, sont essentiellement la flexibilité des salaires, la mobilité de la main d'œuvre et l'intégration fiscale.

Une fois le cadre théorique posé, nous avons analysé l'optimalité de la zone euro. Comme mentionné ci-dessus, celle-ci favorise *in fine* le développement économique des pays membres. Au regard de l'évolution de leur croissance économique, la zone euro n'est pas optimale. Mais, la théorie monétaire insiste sur la présence de certains mécanismes, que nous avons donc analysés. Arpaia et al. (2014) concluaient que *la main d'œuvre a réagi aux chocs de la crise financière en 2007 et de la crise des dettes souveraines en 2012, mais trop faiblement.* En outre, *en 2015, le parlement européen soulignait la rigidité des salaires de la zone euro*, de laquelle résultait l'hétérogénéité de leur croissance au sein de certains pays membres de la zone euro. Par ailleurs, *les divergences*

inflationnistes et commerciales des pays membres de la zone euro rendent la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne compliquée. L'absence des mécanismes fiscaux supranationaux au sein de la zone euro, chers à Kenen (1969) et qui devraient transférer le capital vers les pays ayant subi un choc asymétrique, empêchent également son fonctionnement optimal. Enfin, de nombreux événements ont illustré à maintes reprises, notamment lors des négociations sur la dette de la Grèce, que les dirigeants européens ont du mal à trouver un consensus. Pour toutes les raisons évoquées ci-dessus, la zone euro ne peut être considérée comme optimale.

Compte tenu de la non optimalité de la zone euro, nous nous sommes intéressé à l'idéologie qui a mené à la création de la zone euro. Nous l'avons mentionné, la formation d'une zone monétaire implique l'abandon des différentes politiques monétaires nationales au profit d'une politique monétaire unique. *Les dirigeants européens ont opté pour la séparation de la politique monétaire et de la politique budgétaire, cette dernière restant sous la responsabilité des gouvernements nationaux. Mais, pour qu'elle soit efficace, il faut que les niveaux d'endettement et de déficit soient limités, ce qui n'était pas le cas pour de nombreux pays membres de la zone euro.* Le Traité de Maastricht n'a pas été respecté à cet égard. Par conséquent, lorsqu'ils ont dû relancer leur économie, après avoir subi le choc asymétrique qu'était la crise financière, les pays membres n'ont pu, compte tenu des limites imposées par le Traité de Maastricht, utiliser leur politique budgétaire. De plus, *ces économies n'étaient pas suffisamment flexibles, comme le préconisait Mundell. Ils n'ont donc pu s'ajuster.* Enfin, en l'absence de possibilité de monétisation, ce sont *les gouvernements, alors en difficulté, qui ont dû intervenir pour sauver les banques nationales, ce qui n'a fait qu'aggraver leur situation.*

Néanmoins, cette intervention était fondamentale. Nous avons donc cherché à comprendre le rôle des banques au sein d'une zone monétaire. Nous avons vu que *les banques assurent, seules, le financement monétaire d'une économie. Elles occupent donc une place essentielle dans le processus d'intégration financière des pays membres d'une zone monétaire.* Cette intégration s'envisage dans une dimension beaucoup plus large, à savoir l'intégration économique. Pelkmans (2006) définit l'intégration économique comme l'élimination de barrières économiques entre plusieurs économies, ce qui contribue à favoriser fortement la mobilité de biens, de services, de facteurs de production, de capital mais aussi de flux de communication. Or, comme le rappelle Stiglitz (2016), *l'adoption de l'euro était considérée comme une avancée dans le projet européen en ce sens qu'elle était censée favoriser l'intégration économique de ses pays membres et, par conséquent, améliorer leur croissance économique. Mais, celle-ci exige donc un système bancaire solide, solvable et qui ne mette pas en danger financier les Etats membres.*

Nous avons vu que *l'intégration financière a progressé (lentement) jusqu'au développement de la crise des dettes souveraines* suite à laquelle les banques n'avaient, à cause de leur lien avec les Etats membres, plus accès aux capitaux. Nous avons donc tenté de comprendre pourquoi les banques dépendaient encore des gouvernements nationaux et ce qu'ont entrepris les dirigeants

européens pour y remédier. *Le lien entre les banques et les gouvernements s'explique par des éléments d'ordre réglementaire.* C'est pourquoi, en avril 2014, le parlement européen adoptait la création de l'Union Bancaire, dont les objectifs étaient de solidifier les banques pour les rendre « résistantes » aux crises financières, d'éviter que l'épargne des contribuables ne serve à recapitaliser les banques en difficulté, de réduire la fragmentation du marché grâce à l'harmonisation des règles du marché et de garantir la stabilité financière de la zone euro en général. Nous avons constaté que la zone euro ne dispose toujours pas d'assurance commune des dépôts permettant d'éviter que les banques en difficulté n'aient plus accès aux capitaux et que l'épargne des contribuables ne serve à les recapitaliser.

Il semblait également intéressant d'analyser l'effet qu'ont eu ces réformes parce qu'elles restent *très critiquées en ce sens qu'elles ne seraient que des « demi-mesures » qui rendraient le système bancaire encore moins flexible qu'avant. Pourtant, de nombreuses études tendent à démontrer qu'une économie mieux régulée croît plus à long terme.* En tout cas, ces analyses nous ont permis d'observer qu'elle n'est certainement pas suffisante et compte tenu du fait que l'assouplissement quantitatif devrait être réduit petit à petit, il sera essentiel pour la zone euro de compléter la réforme de l'Union Bancaire

Nous avons tenté d'analyser plus en détail l'insuffisance de *l'Union Bancaire, dont les mécanismes visent principalement à garantir la stabilité du système bancaire de la zone euro et ne permettent donc pas de satisfaire l'ensemble des objectifs que s'étaient fixés les dirigeants européens,* notamment la réduction de la fragmentation des marchés. Les travaux de Giraud et Kockerols (2015) mettent en évidence qu'un choc comparable à la crise financière en 2007 sur l'économie de la zone euro nécessiterait la recapitalisation des banques européennes et se ferait aux dépens des contribuables. Le progrès qu'il reste encore à effectuer illustre la complexité du projet que représente la zone euro. C'est pourquoi, d'aucuns pourraient s'interroger sur l'intérêt de rester membre de la zone euro. Mais, *une sortie de celle-ci n'est pas prévue par les Traités, ce qui créerait de l'incertitude et l'inquiétude des marchés.* Or, comme l'ont illustré la crise financière en 2007 et celle des dettes souveraines en 2012, ce n'est pas souhaitable parce que la confiance des agents économiques de la zone risque de baisser considérablement. De plus, en cas de sortie de la zone euro, *la nouvelle monnaie nationale s'effondrerait par rapport à l'euro, ce qui ferait donc fuir les capitaux et pèserait aussi davantage sur le pouvoir d'achat des citoyens du pays sortant,* qui devraient faire face à l'augmentation des prix des biens importés. De plus, cette dépréciation rendrait le montant de leur dette en monnaie nationale insupportable.

Enfin, nous avons envisagé les réformes les plus urgentes pour permettre aux pays membres de la zone euro de retrouver leur équilibre, de bénéficier de leur appartenance à la zone et surtout de se protéger de la prochaine crise. Ces *réformes consistent à renforcer le fédéralisme des Etats membres,* qui a manqué lors de la crise financière en 2007. Mais, si le constat de nécessité de réformer

la zone euro est partagé par l'ensemble des dirigeants européens, ceux-ci n'ont pas encore réussi à dépasser leurs divergences politiques, qui freinent ces réformes et donc le progrès de la zone euro.

En conclusion, nos analyses soulignent que les pays membres de la zone euro ont davantage d'intérêts à conserver la monnaie unique que de sortir de la zone euro. Cependant, celle-ci a imposé des coûts économiques et sociaux importants aux pays membres. C'est pourquoi, l'avenir de la zone euro repose sur une union politique plus étroite, sans laquelle certains pourront peut-être retrouver la croissance économique, mais resteront à la merci d'une prochaine crise.

Bibliographie

- Adjaouté, K., & Danthine, J.-P. (2002). *The transformation of the european financial system*. Frankfurt: European Central Bank.
- Arpaia, A., & Pichelmann, K. (2007). *Nominal and real wage flexibility*. Bruxelles: Commission Européenne.
- Arpaia, A., Kiss, A., Palvolgyi, B., & Turrini, A. (2014). *Labour mobility and labour market adjustment in the EU*. Brussels: European Commission.
- Artus, P. (2017, février 28). *Euro : par ici la sortie ?* Récupéré sur youtube.com: https://www.youtube.com/watch?v=fikp1GX__vk
- Artus, P. (2017). *Les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, la Finlande ont aujourd'hui des taux d'intérêt à long terme inférieurs à celui de la France : est-ce normal ?* Paris: Natixis.
- Artus, P. (2017). *Pourquoi l'euro ne se déprécie-t-il pas davantage ?* . Paris: Natixis.
- Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. (2004). *Measuring Financial Integration in Europe*. Frankfurt: European Central Bank.
- Baldwin, R., & Wyplosz, C. (2015). *The Economics of European Integration*. Berkshire: McGraw Hill.
- Banque Mondiale. (2017). *Croissance annuelle du PIB*. Récupéré sur data.worldbank.org: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?contextual=default&end=2015&locations=XC&start=1999>
- Banque Mondiale. (2017). *Taux de taxation total des entreprises (en pourcentage de leurs profits)*. Récupéré sur data.worldbank.org: <http://data.worldbank.org/indicator/IC.TAX.TOTL.CP.ZS>
- Barbier, J.-C., & Lechevalier, A. (2015). La crise de la zone euro: Quels enseignements pour l'Europe sociale ? *La Doc. française*, pp. 5-31.
- Barro, R. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 407-443.
- Barslund, M., Busse, M., & Schwarzwälder, J. (2015). *Labour mobility in Europe: An untapped resource ?* Brussels: CEPS Policy Brief.
- Belbecque, B. (2011). *La nouvelle architecture de la zone euro. Analyses et perspectives*. Louvain-La-Neuve: Regards économiques.

- Bénassy-Quéré, A. (2017, Mai 15). *Première rencontre Macron-Merkel: le nouveau président peut-il relancer le moteur franco-allemand ?* Récupéré sur <http://bfmbusiness.bfmtv.com: http://bfmbusiness.bfmtv.com/mediaplayer/video/premiere-rencontre-macron-merkel-le-nouveau-president-peut-il-relancer-le-moteur-franco-allemand-1505-944685.html>
- Bénassy-Quéré, A., & Coeuré, B. (2014). *Economie de l'euro*. Paris : La Découverte.
- Blanchard, O. (2004). *The economic future of Europe*. Bruxelles: NBER.
- Blanchard, O., & Katz, L. (1992). Regional Evolutions. *Brookings Paper on Economic Activity*, 1-75.
- Brunnermeier, M., James, H., & Landau, J.-P. (2016). *The euro and the battle of ideas*. Princeton: Princeton.
- Bruno, C., & Fuss, C. (1999). Ajustement sur les marchés du travail et lutte contre le chômage. *Revue de l'OFCE*, 159-179.
- Cochrane, J. (1991). A simple test of consumption insurance. *The Journal of Political Economy*, pp. 957-976.
- Colmant, B. (2014). *Crises économiques et endettement public*. Bruxelles: Académie Royale de Belgique.
- Commission Européenne. (2008). *EMU@10. Successes and Challenges after ten years of Economic and Monetary Union*. Bruxelles: Commission Européenne.
- Commission Européenne. (2008). *Geographic mobility in the european union: optimising its economic and social benefits*. Bruxelles.
- Commission Européenne. (2008). *Mobilité géographique dans l'Union Européenne*. Récupéré sur ec.europa.eu: http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=89&langId=fr&newsId=385
- Commission Européenne. (2009). *Mobilité géographique de la main-d'oeuvre*. Bruxelles.
- Commission Européenne. (2014). *EU Employment and Social Situation*. Bruxelles.
- Commission Européenne. (2015). *European Citizenship*. Bruxelles.
- Commission Européenne. (2016). *European Economic Forecast*. Bruxelles.
- Commission Européenne. (2016). *Exportations et importations au sein de la zone euro*. Récupéré sur ec.europa.eu: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=fr&pcode=tet00003&plugin=1

- Commission Européenne. (2016). *PIB par habitant, consommation par habitant et indice des prix à la consommation*. Récupéré sur ec.europa.eu: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/GDP_per_capita,_consumption_per_capita_and_price_level_indices
- Commission Européenne. (2016). *Taux d'inflation en zone euro*. Récupéré sur ec.europa.eu: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1>
- Conseil des Communautés Européennes, & Commission des Communautés Européennes. (1992). *Traité sur l'Union Européenne*. Luxembourg, Luxembourg.
- Conseil européen, Conseil de l'Union européenne. (2017). *Union Bancaire*. Récupéré sur consilium.europa.eu: <http://www.consilium.europa.eu/fr/policies/banking-union/>
- Deutsche Bank. (2011). *Labour mobility in the euro area*. Francfort.
- Djankov, S., McLiesh, C., & Ramalho, R. (2006). *Regulation and Growth*. New York: The World Bank.
- Du Caju, P., Gautier, E., Momferatou, D., & Ward-Warmedinger, M. (2008). *Institutional features of wage bargaining in 23 european countries, the US and Japan*. Frankfurt: European Central Bank.
- Emiris, M. (2014). *Measuring Capital Market Integration*. Brussels: National Bank of Belgium.
- European Central Bank. (2012). *Technical features of Outright Monetary Transactions*. Retrieved from European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- European Central Bank. (2016). *Financial Integration in Europe*. Frankfurt: European Central Bank.
- European Commission. (2002). *Quantification of the Macro-Economic impact of integration of EU financial markets*. Brussels.
- European Parliament. (2015). *Making the European Banking Union Macro-Economically resilient*. Brussels.
- European Parliament. (2015). *Making the European Banking Union Macro-Economically Resilient*. Brussels: European Parliamentary Research Service.
- Eurostat. (2015). *Who we are and where do we live ?* Bruxelles.
- Feldstein, M. (2012). *The failure of the euro*. *The Foreign Affairs*.
- Fleming, M. (1971). *Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates*. New York: IMF Staff Papers.

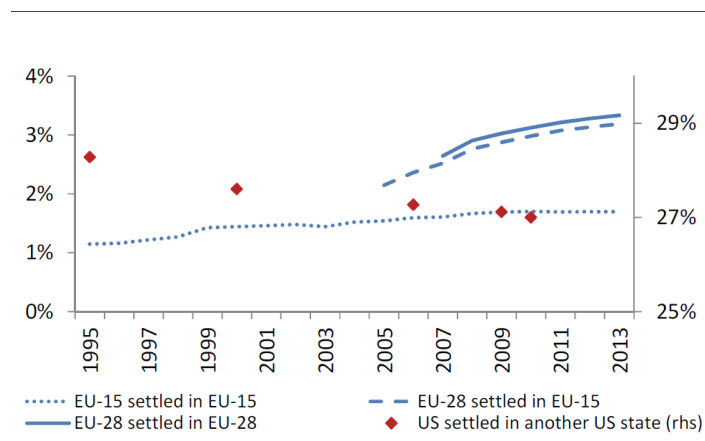
- Foucault, M. (2013). Les politiques économiques européennes face à la grande récession. *Revue d'économie politique*, pp. 8-21.
- Gemmell, N., & Kneller, R. (2003). *Fiscal Policy, Growth and Convergence in Europe*. Nottingham: The Treasury.
- Giannetti, M., Agostinho, Almeida, & Huisingh. (2002). *A review of limitations of GDP and alternative indices to monitor human wellbeing*. New York: Journal of Economics.
- Grauwe, P. D. (2016). *Economics of Monetary Union*. Oxford: Oxford.
- Haidar, J. (2011). *The Impact of Business Regulatory Reforms on Economic Growth*. Paris: Paris School of Economics and University of Paris 1 Pantheon-Sorbonne.
- Hall, R., & Jones, C. (1999). *Why do some countries produce so much more output per worker than others ?* New York: The Quarterly Journal of Economics.
- Heinz, F., & Rusinova, D. (2011). *How flexible are real wages in EU countries*. Frankfurt: European Central Bank.
- Honoré, R., & Lederer, E. (2017). *Vie et mort d'une banque dans le nouveau cadre européen*. Récupéré sur lesechos.fr: http://m.lesechos.fr/redirect_article.php?id=0203201284883
- Ingram, J. (1962). State and Regional Payments Mechanisms. *Quarterly Journal of Economics*, 619-632.
- International Monetary Fund. (2016). *Financial Integration in LatAm*. New York: IMF.
- Investing.com. (2017). *Ireland 10-year bond yield*. Retrieved from Investing.com: <https://www.investing.com/rates-bonds/ireland-10-year-bond-yield-streaming-chart>
- Investing.com. (2017). *Portugal 10-year bond yield*. Retrieved from investing.com: <https://www.investing.com/rates-bonds/portugal-10-year-bond-yield-streaming-chart>
- Jalilian, H., Kirkpatrick, C., & Parker, D. (2006). *The impact of regulation on economic growth in developing countries : a cross countries analysis*. Manchester: Manchester University.
- Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M., & Schulz, M. (2016). *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. Brussels: European Commission.
- Kenen, P. (1969). *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*. Chicago: University of Chicago Press.
- Kristensen, A. L. (2014). *European Stock Market Vulnerability to the Euro Crisis*. Aarhus: Aarhus University.

- Lane, P. (2008). *EMU and Financial Integration*. Dublin: Trinity College Dublin.
- L'angevin, C. (2007). *Labour market adjustment dynamics and labour mobility within the euro area*. Paris: Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique.
- Layard, R., Nickell, S., & Jackmann, R. (2006). *Unemployment*. Oxford: Oxford University Press.
- Maes, I., & Maystadt, P. (2007). *Half a century of European financial integration*. Bruxelles: Mercatorfonds.
- McKinnon, R. (1963). Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, pp. 717-725.
- McKinsey Company. (2016). *An opportunity for Europe ?*. New York: McKinsey Global Institute.
- Mele, M., & Carbone, V. (2015). *Fiscal Divergence and economic growth in the european union*. Rome: Rivista Italiana di Economia Demografia e Statistica.
- Mintz, J. (1970). *Monetary Union and Economic Integration*. New York: New York University Press.
- Mongelli, F. P. (2008). *European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory*. Bruxelles: European Commission.
- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimal Currency Area. *American Economic Review*, pp. 657-665.
- North, D. (1999). *Institutions and credible commitment*. Washington: Washington University.
- North, D. (1999). *The new institutional economics and development*. Washington: Washington University.
- Pancotto, L., Gwilym, O., & Williams, J. (2016). *Market reactions to the implementation of Banking Union in Europe*. Bangor: Bangor Business School.
- Papachristou, H. (2010). *Greek MPs lash out at Germany over debt crisis*. Retrieved from Reuters.com: <http://www.reuters.com/article/greece-germany-idUSLDE61H1IZ20100218>
- Parlement Européen. (2015). *Croissance des salaires dans les Etats membres, de 2000 à 2016*. Bruxelles: Parlement Européen.
- Pelkmans, J. (2006). *European Integration*. Edinburgh: Pearson.
- Peschner, J. (2015). *Mobility and migration in the EU : Opportunities and challenges*. Brussels: European Commission.
- Pollin, J.-P. (2010). L'eurosysteme et l'intégration financière européenne. *Revue d'économie politique*, pp. 303-334.

- Reuters. (2016, décembre). *La réforme bancaire planifiée de l'Europe fait face à un barrage de critiques*. Récupéré sur Reuters: <http://uk.reuters.com/article/uk-eu-banks-regulations-idUKKBN13V24R?il=0>
- Roger, P., Hénnot, C., Deville, L., & Hull, J. (2014). *Options, futures et autres actifs dérivés*. Paris: Pearson.
- Saka, O., Fuertes, A.-M., & Kalotychou, E. (2014). *Was De Grauwe right ?* London: Cass Business School.
- Schäfer, A., Schnabel, I., & di Mauro, B. W. (2013). *Financial sector reform after the crisis: has anything happened*. London: Centre for Economic Policy Research.
- Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2013). Downward Nominal Wage Rigidity and the case for temporary inflation in the euro zone. *Journal of Economic Perspectives*, 193-212.
- Sénégas, M.-A. (2010). La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro : quels enseignements après dix années d'union économique et monétaire en Europe ? *Revue d'économie politique*, pp. 379-419.
- Sloman, J., & Wride, A. (2014). *Principes d'économie*. Paris: Pearson.
- Stiglitz, J. (2016). *The Euro. And its threat to the future of Europe*. New York: Allen Lane.
- Stracca, L. (2013). *The global effects of the euro debt crisis*. Frankfurt: European Central Bank.
- Stuchlik, A. (2015). *Wage developments in the euro area*. Brussels: European Parliament .
- Townsend, R. (1994). Risk and insurance in village India. *Econometrica*, pp. 539-591.
- Trichet, J.-C. (2017, Mai 2). *La France pourrait-elle sortir de l'euro et adopter une nouvelle monnaie commune européenne ?* Récupéré sur bfmbusiness.bfmtv.com: <http://bfmbusiness.bfmtv.com/mediaplayer/video/la-france-pourrait-elle-sortir-de-l-euro-et-adopter-une-nouvelle-monnaie-commune-europeenne-0205-940191.html>

Annexes

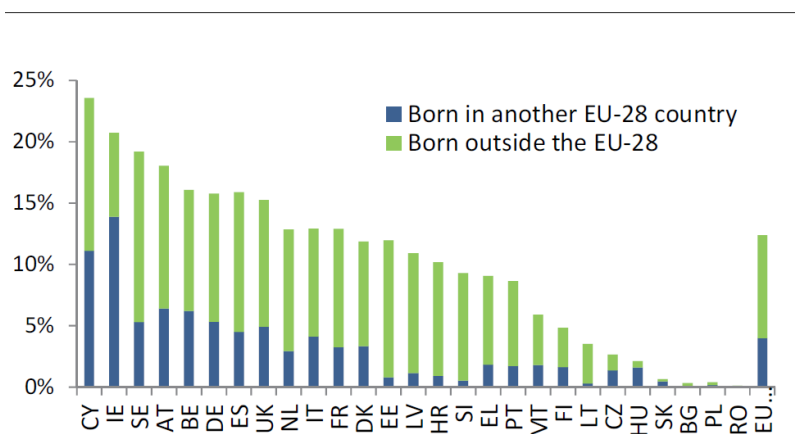
Annexe 1



Evolution du pourcentage de la population en âge de travailler née dans un autre pays européen entre 1995 et 2013.

Source : Arpaia et al. (2014). Labour mobility and labor market adjustment in the EU. Commission Européenne. Bruxelles, Belgique.

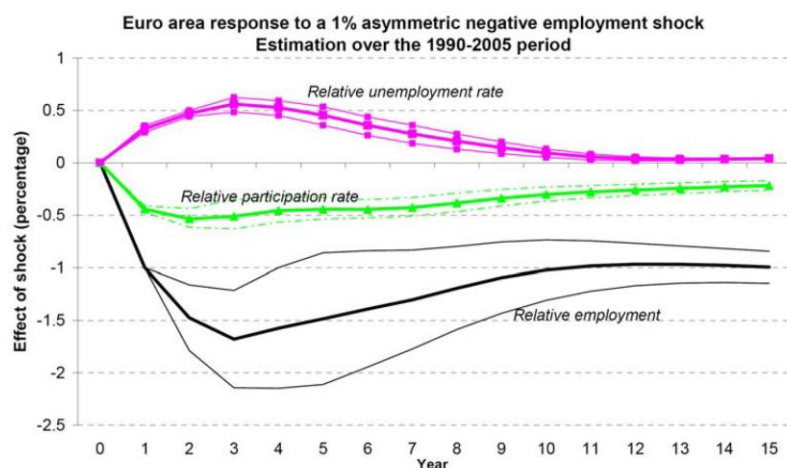
Annexe 2



Pourcentage de la population en âge de travailler née dans un autre pays en 2013.

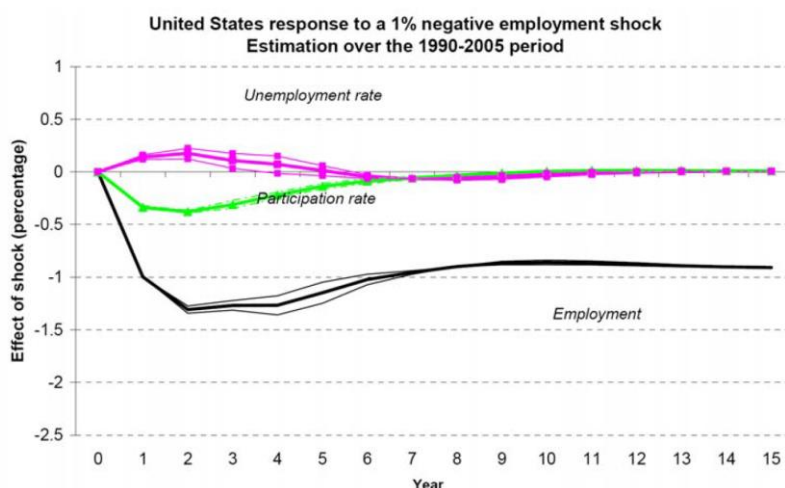
Source: Arpaia et al. (2014). Labour mobility and labor market adjustment in the EU. Commission Européenne. Bruxelles, Belgique.

Annexe 3

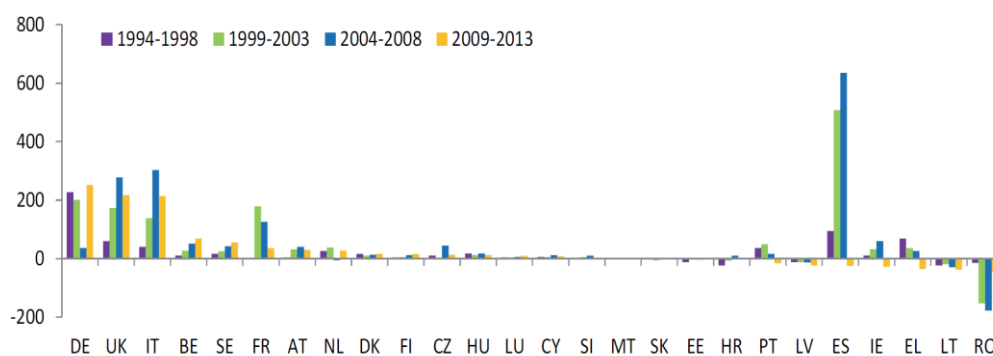


Réponse de l'emploi de la zone euro et aux Etats-Unis à un choc asymétrique négatif de 1% entre 1990 et 2005.

Source : L'Angevin, C. (2007). *Labour market adjustment dynamics and labour mobility within the euro*. Paris: DGTPE.



Annexe 4

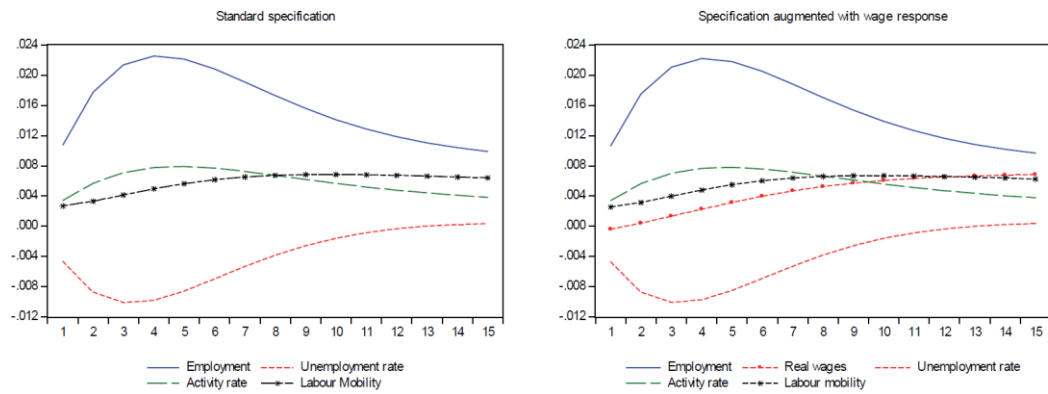


Flux de migration nette moyen annuel (milliers).

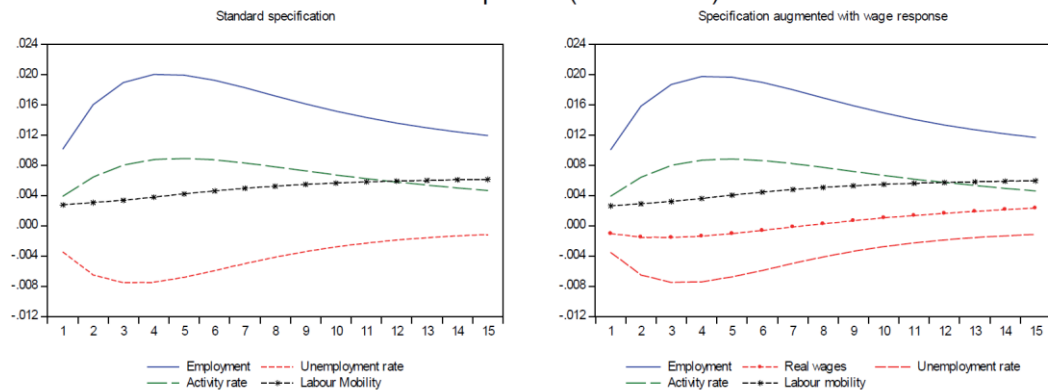
Source : Arpaia et al. (2014). *Labour mobility and labor market adjustment in the EU*. Commission Européenne. Bruxelles, Belgique.

Annexe 5

Whole sample (1970-2013)



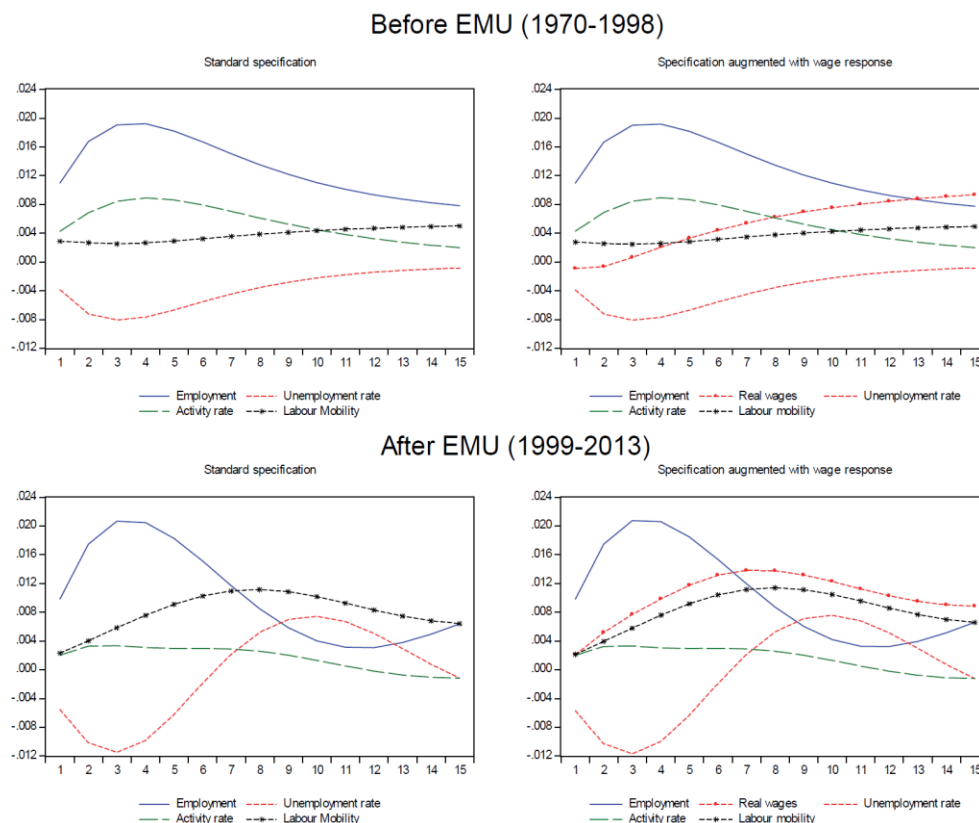
Pre-crisis period (1970-2007)



Réponse à un choc de demande d'emploi positif spécifique à un pays.

Source : Arpaia et al. (2014). Labour mobility and labor market adjustment in the EU. Commission Européenne. Bruxelles, Belgique.

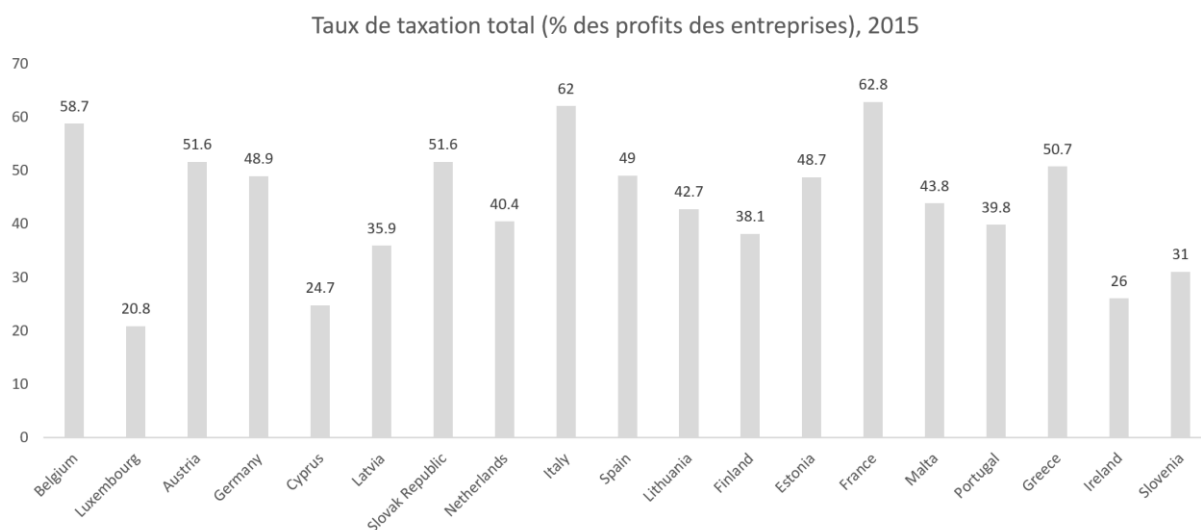
Annexe 6



Réponse à un choc de demande d'emploi positif spécifique à un pays.

Source : Arpaia et al. (2014). Labour mobility and labor market adjustment in the EU. Commission Européenne. Bruxelles, Belgique.

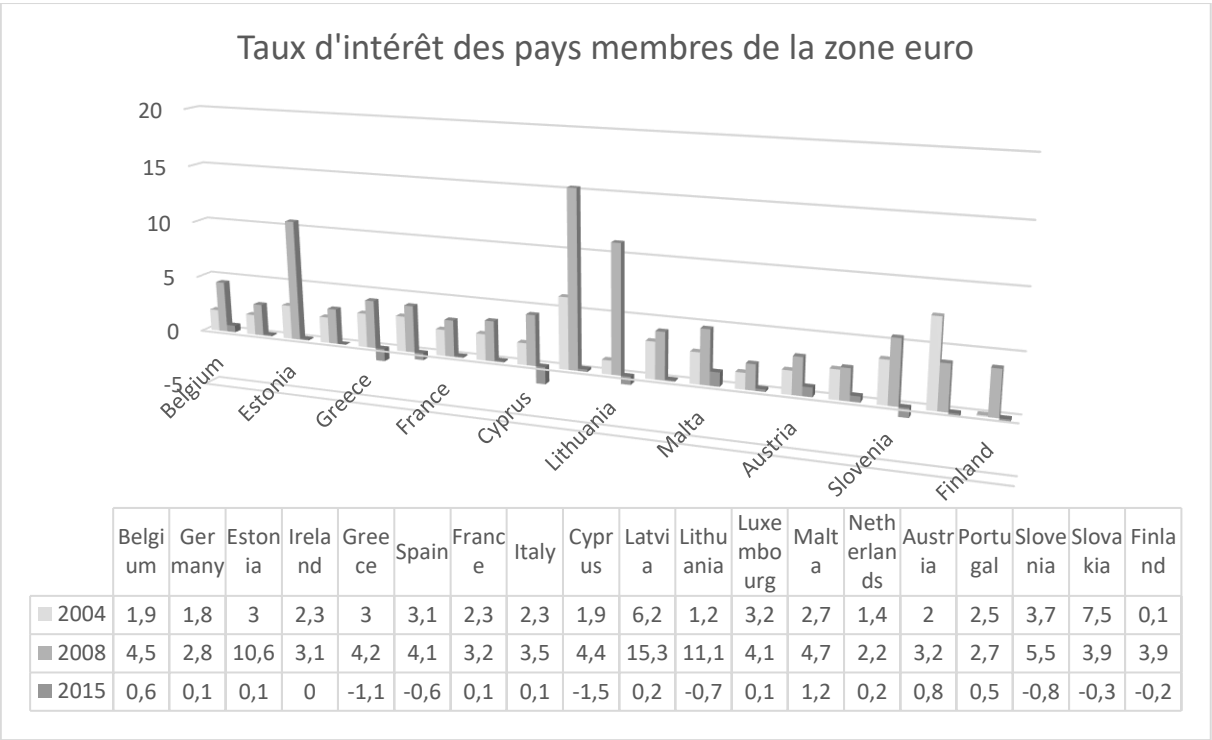
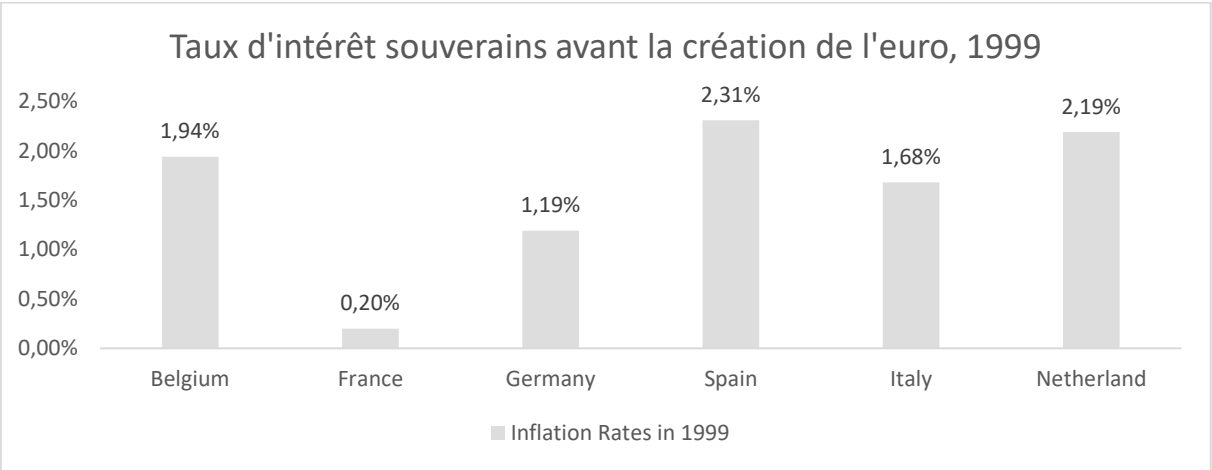
Annexe 7



Source : Banque Mondiale. (2016). *Taux de taxation total (% des profits des entreprises)*. Récupéré de :

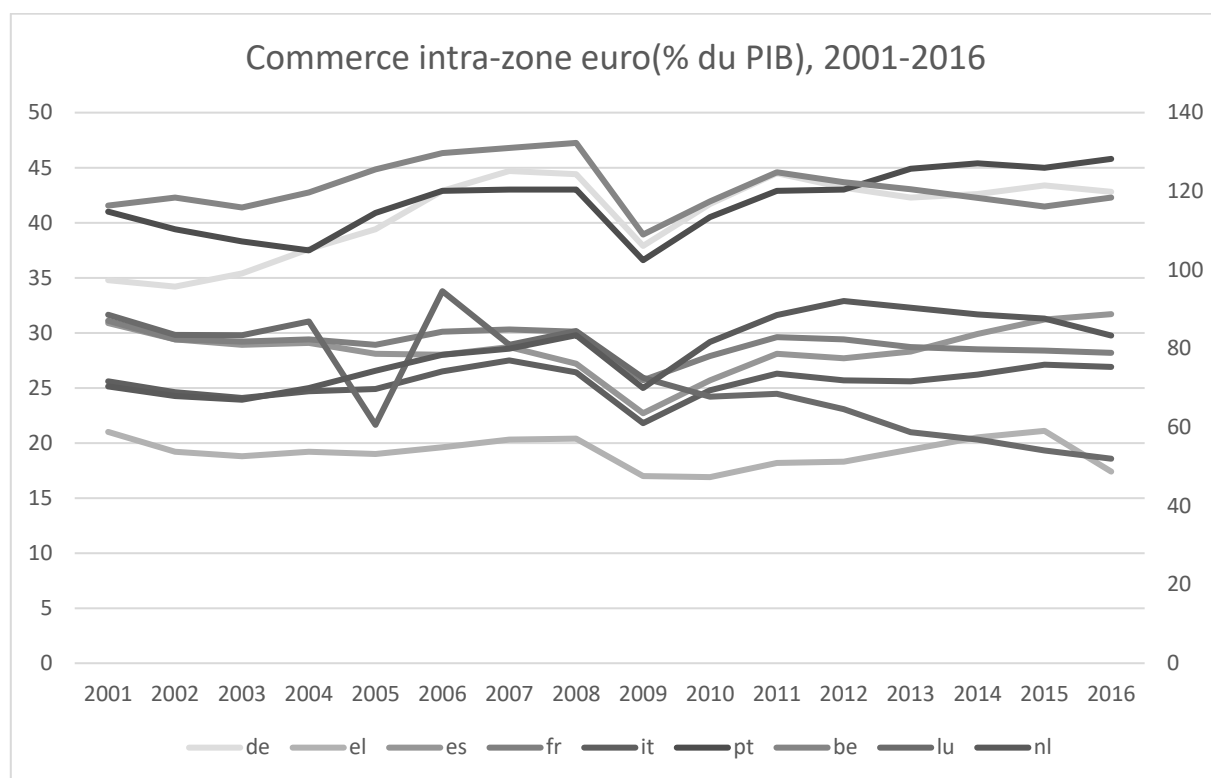
<http://data.worldbank.org/indicator/IC.TAX.TOTL.CP.ZS>

Annexe 8



Source : Commission Européenne. (2016). *Taux d'inflation en zone euro*. Récupéré sur Eurostat:
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1>

Annexe 9

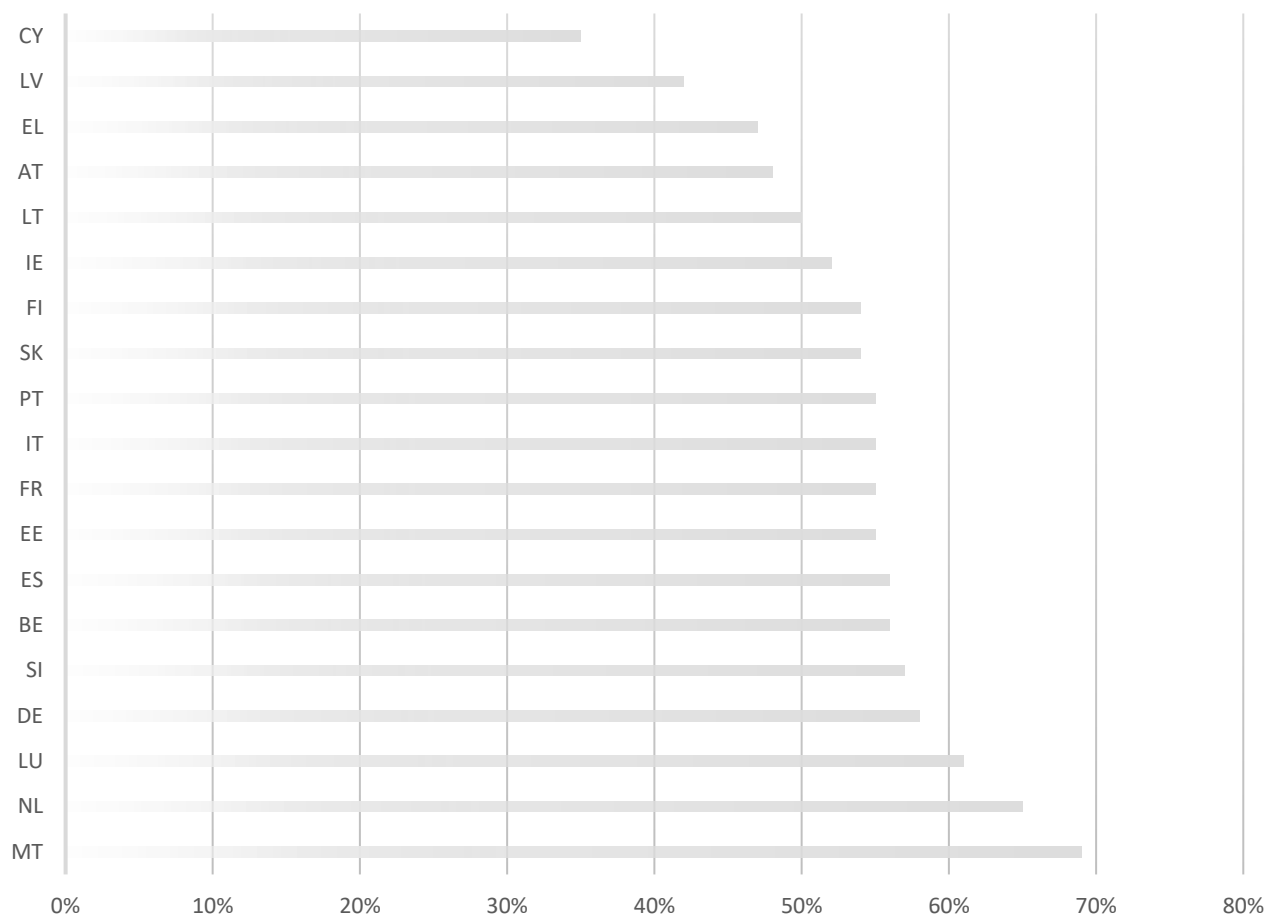


Source : Commission Européenne. (2016). *Exportations et Importations au sein de la zone euro*. Récupéré de : <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=fr&pcode=tet00003&plugin=1>

Annexe 10

Le graphique ci-dessous illustre les réponses des citoyens européens lorsque la Commission Européenne les interrogeait sur leur sentiment d'appartenance à leur pays et à l'Europe. Les réponses, peu convaincantes, révèlent une réelle difficulté qu'éprouvent les leaders européens à fédérer la population derrière ce projet.

FEELING EUROPEAN ?



Source: Eurostat. (2015). People in the EU: who are we and how do we live ? Bruxelles.

Annexe 11

Le pacte de stabilité et de croissance : 1997-2012

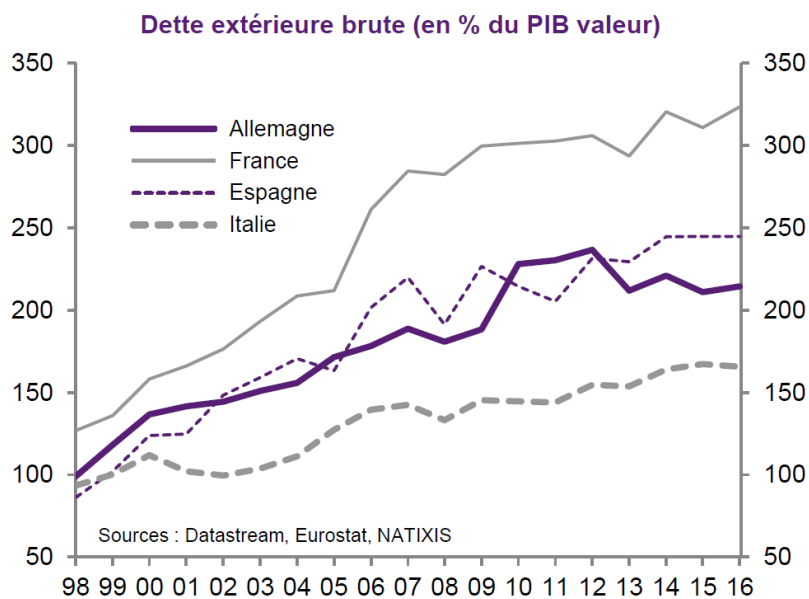
L'objectif de ce pacte est de limiter le déficit budgétaire de la zone euro en prévenant les dérapages budgétaires d'un des Etats membres qui pourraient impacter la zone dans son ensemble. Mais, le pacte ne veut pas empêcher les Etats membres de s'adapter aux fluctuations cycliques de leur économie.

Le pacte prévoit de limiter le déficit public à 3% du PIB d'un Etat membre, sauf circonstance exceptionnelle et temporaire. Cette-dernière serait, par exemple, une

baisse du PIB annuel d'au moins 2%. Si le déficit est jugé excessif par le Conseil, une procédure prévoit des sanctions. Celles-ci peuvent être des dépôts non rémunérés auprès de l'Eurosystème ou même le versement d'une amende aux pays partenaires. Ces sanctions sont décidées par les ministres des Finances de la zone euro, à la majorité qualifiée. Cette limite de 3% concerne l'ensemble des administrations publiques et s'inscrivent dans l'idée du Traité de Maastricht. Elle permet de garantir la stabilité de la dette publique à 60% du PIB.

Néanmoins, ces critères peuvent avoir des effets néfastes. Comme le soulignent Bénassy-Quéré et Cœuré (2014), quel est l'intérêt de limiter le déficit de tous les pays membres à 3% quel que soit leur niveau d'endettement ? Quel est l'intérêt de limiter le déficit des pays qui subissent un ralentissement exceptionnel de leur activité ? C'est pourquoi, en 2005, le pacte de stabilité et de croissance a été réformé. Les objectifs prennent désormais l'endettement et la croissance potentielle des Etats membres en compte, notamment les réformes qui sont entreprises. En d'autres mots, les conditions exceptionnelles qui permettait l'excès de la limite ont été assouplies.

Annexe 12



Dette extérieure brute (en pourcentage du PIB valeur).

Source : Artus, P. (2017). *Les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, la Finlande ont aujourd'hui des taux d'intérêt à long terme inférieurs à celui de la France : est-ce normal ?* Natixis : Flash économie, Paris.

Nous n'avons pas appliqué la méthode classique de l'évent study, qui consiste à déterminer une event window (c'est-à-dire une période qui pendant laquelle s'est déroulé l'évènement que nous désirons analyser), à mesurer les rendements normaux lors d'une control window (période pendant laquelle l'évènement faisant l'objet de l'étude ne s'est pas déroulé), à calculer les rendements anormaux (c'est-à-dire les rendements que nous aurions dû obtenir si l'évènement ne s'était pas déroulé) et, enfin, à tester le niveau de significativité de ces rendements. Notre démarche était différente parce que, contrairement à la méthode classique, notre variable dépendante n'était pas un indicateur financier (comme le rendement d'une entreprise ou d'un indice financier), mais un indicateur macroéconomique, à savoir le taux de croissance annuel du PIB par habitant. Nous avons donc appliqué la méthode de régression des moindres carrés avec une variable binaire (dummy-variable regression model). Comme le rappelle Jeegers (2012), ce modèle fut développé par Karafiath (1988) et, entre autres, réutilisé par Aktas et al. (2007).

Plus formellement, nous avons régressé l'équation suivante :

$$CrPIB9815 = \alpha + \beta \text{ UnionBancaire} + \gamma \text{ Ln}(PIBpc9815) + \delta X + \varepsilon$$

Dans laquelle :

- ✓ CrPIB9815 est le taux de croissance annuel du PIB par habitant de la zone euro entre 1998 et 2015,
- ✓ α , β , γ et δ sont les coefficients déterminés par le modèle,
- ✓ UnionBancaire est une variable binaire qui prend la valeur 0 pour la période précédant 2014 (avant l'adoption de l'Union Bancaire par le parlement européen) et la valeur 1 pour la période qui suit 2014.
- ✓ PIBpc9815 est le logarithme naturel du taux de croissance annuel du PIB par habitant de la zone euro en 1998,
- ✓ X représente un ensemble de variables de contrôle (dépenses gouvernementales, le capital humain, etc.)
- ✓ Et, ε sont les résidus de la régression.

La période qui faisait l'objet de notre étude s'étendait de 1998 à 2015 afin d'avoir suffisamment de données et en référence à Barro (1991) et Djankov (2006), qui prennent leurs données sur une période de 15 ans. Comme le précisent Sloman et Wride (2014), le fait de prendre le PIB *par habitant* permet de ne pas biaiser l'analyse par la taille de la population. En effet, plus la population est importante, plus le PIB devrait être important. Lors de notre analyse, nous nous intéresserons particulièrement au β , qui nous permettra de déterminer l'effet de l'Union Bancaire sur la croissance annuelle du PIB par habitant de la zone euro.

Pour déterminer les variables de contrôle, nous nous sommes basé sur le modèle développé par Djankov et al. (2006). Dans leurs travaux, ceux-ci font référence à Barro (1991), qui fut l'un des premiers à s'intéresser aux déterminants de la croissance économique. En effet, si notre modèle n'avait pas pris en considération les variables de contrôle, celui-ci n'aurait pas été correct parce que le PIB est influencé par d'autres facteurs que simplement la mise en place ou non d'une réglementation.

Le premier facteur majeur qui pourrait influencer le PIB d'une économie est le taux d'inscriptions à l'école primaire et à l'école secondaire en 1998 (qui correspond au début de la période). Cette variable est également utilisée par Jalilian et al. (2006). Selon Barro (1991), cet indicateur représente un proxy du capital humain. Or, celui-ci est fondamental, parce que le taux de croissance d'un pays est positivement corrélé avec le capital humain. Le capital humain est, en fait, ce qui sous-tend la création de produits et d'idées et, donc, le progrès technologique. Les résultats de ces travaux illustrent que les pays qui possèdent un capital humain initial plus important ont tendance à croître plus vite. Nelson et Phelps (1966) soulignaient déjà que le capital humain était essentiel, non seulement au niveau domestique, mais aussi compte tenu du fait qu'il permet « d'absorber » plus facilement les nouveaux produits et les nouvelles idées qui viennent de l'extérieur. Enfin, Becker et al. (1990) développaient le fait que le capital humain augmentait avec le temps et nécessitaient donc davantage d'investissements à travers le temps pour entretenir et continuer à développer ce capital. Par conséquent, le taux de croissance des pays qui possèdent plus de capital humain initialement investiront davantage et devraient bénéficier d'un taux de croissance plus important sur le long terme.

La deuxième variable de contrôle inclut dans la régression est les dépenses gouvernementales, plus précisément la moyenne des dépenses des différents gouvernements de la zone euro en pourcentage de leur PIB étant donné, comme nous le mentionnions en théorie, le fait que le budget de la zone euro ne représente que 1% de son PIB. Dans ses analyses précédentes, Barro (1989, 1990), arrivait, paradoxalement, à la conclusion que les dépenses gouvernementales avaient un effet négatif sur la croissance économique et sur les investissements. Il observait que la consommation publique n'avait aucun effet sur la productivité du secteur privé. Cette analyse est étonnante en ce sens qu'elle ne correspond pas à la théorie économique (notamment la vision de Keynes), selon laquelle les dépenses publiques sont nécessaires pour stimuler la croissance d'une économie. Comme l'expliquent Sloman et Wride (2014), les dépenses publiques sont considérées comme étant des injections dans l'économie et encourageront les entreprises à produire plus, ce qui augmentera la production nationale et donc la demande globale parce que, entre autres, les entreprises verseront des salaires plus élevés. La raison de ce résultat vient peut-être du fait qu'elles n'aient pas d'effet immédiat.

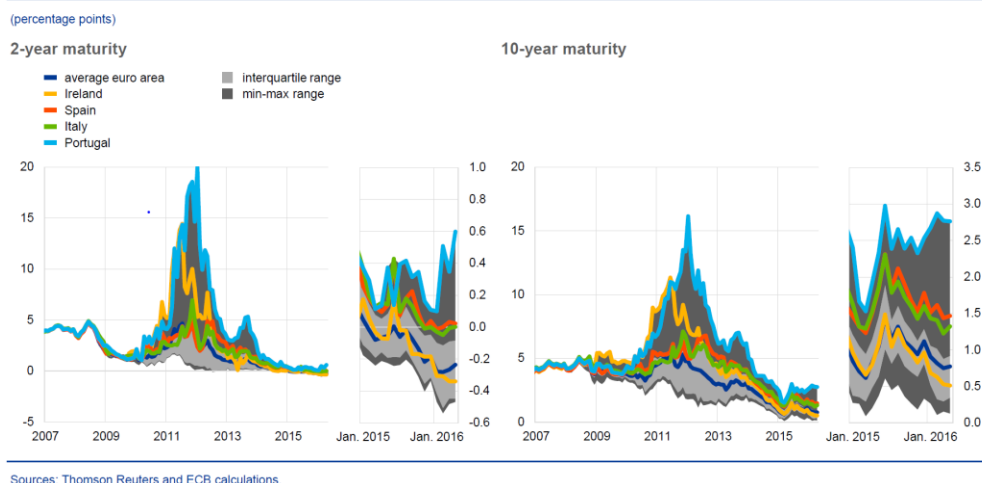
La troisième variable est la parité de pouvoir d'achat pour les biens d'investissement. L'argument de Barro (1991) est le suivant. Argawala (1983) a contribué à démontrer que les distorsions des prix du marché avaient un impact négatif sur la croissance économique. Ces différences sont d'autant plus importantes lorsqu'elles s'appliquent aux marchés des capitaux, parce que les liens entre les investissements et la croissance sont très étroits. Pour tenir compte de ces distorsions, Barro (1991) prend donc cette variable en compte. Néanmoins, comme le rappellent Sloman et Wride (2014), la parité de pouvoir d'achat permet de comparer les PIB de pays différents en les remettant sur des bases communes étant donné que chaque pays a sa propre monnaie. Littéralement, le taux de parité de pouvoir d'achat (PPA), c'est « le taux de change qui permet

d'acheter, avec une certaine quantité de monnaie, la même quantité de biens dans deux pays, A et B, une fois la monnaie du pays A changée en monnaie du pays B ou inversement » (Sloman et Wride, 2014, p.387). Or, Barro (1991) régresse plusieurs pays différents, alors que nous ne nous intéressons qu'à la zone euro. L'utilisation de taux de PPA n'est, par conséquent, pas justifiée dans notre cas. C'est pourquoi, nous ne l'inclurons pas dans notre régression.

Enfin, dans leurs travaux, Djankov et al. (2006) modifient légèrement le modèle développé par Barro (1991). Ils remplacent la variable ASSASS (qui mesure le nombre d'assassinats par an) et la variable REV (qui mesure le nombre de révolutions par an) par une variable qui permet plutôt de tenir compte des conflits civils. Mais, Djankov et al. (2006) n'incluent pas cette variable dans leur régression pour les pays dans lesquels ces événements sont plutôt rares. Nous avons pris prendre une variable de ce type en compte dans notre régression étant donné les divers attentats qui ont touché certains pays membres de la zone euro, qui sont les événements majeurs ces dernières années en termes d'instabilité politique. Par attentats, nous voulons dire les attaques revendiquées par l'Etat Islamiste. Le tourisme, et donc les économies de la zone euro, ont été clairement impactés. Comme le décrit le SPF Finance concernant les attentats qui ont ciblés la Belgique le 22 mars 2016 : « *Les métros n'ont pas roulé, les écoles, les centres commerciaux et les restaurants ont été fermés, des événements ont été annulés, etc.* » (SPF Finance, 2016). Pourtant, le SPF Finance précise que l'impact macroéconomique ne s'élèverait qu'à 0.1% du PIB de la Belgique pour le premier trimestre 2016. Notre variable 'Attentats' comptabilisait donc le nombre d'attentat par an pour la zone euro dans son ensemble.

Annexe 14

Dispersion of euro area sovereign bond yields

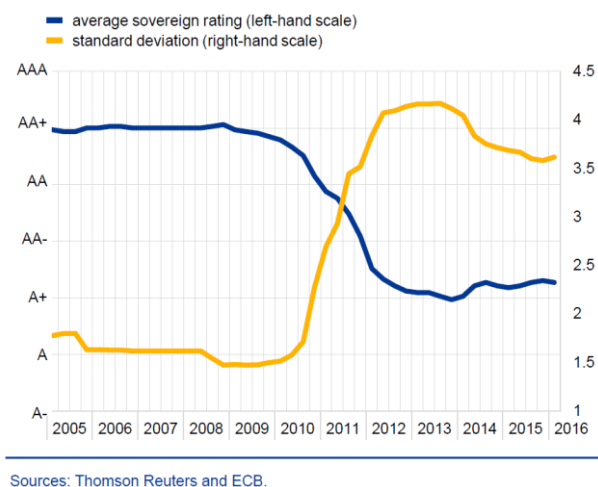


Dispersion des rendements des obligations souveraines de la zone euro.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). *Measuring Financial Integration in Europe*. Bruxelles, Belgique.

Annexe 15

Sovereign debt rating developments and dispersion in the euro area

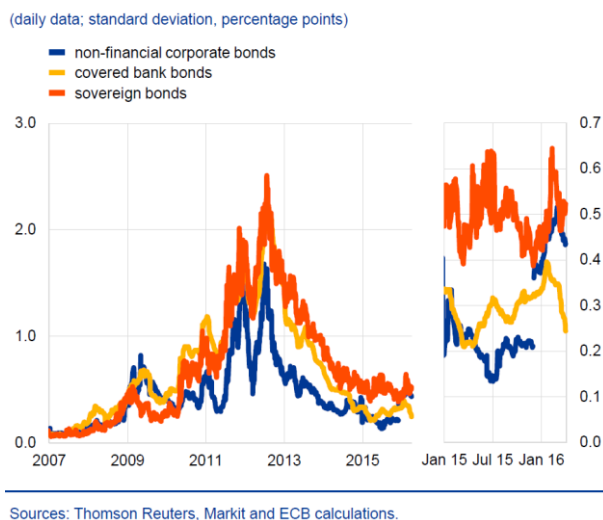


Développement et dispersion des ratings de la dette souveraine de la zone euro.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles, Belgique.

Annexe 16

Cross-country dispersion of bond yields among non-financial corporations and banks in the euro area



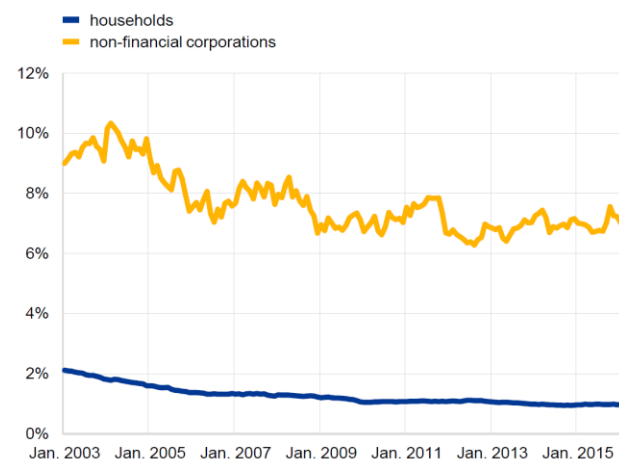
Dispersion transfrontalière des rendements des obligations d'entreprises non-financières et des banques de la zone euro.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles, Belgique.

Annexe 17

Share of cross-border deposits in the euro area by sector

(percentages per annum)



Source: ECB (BSI statistics).

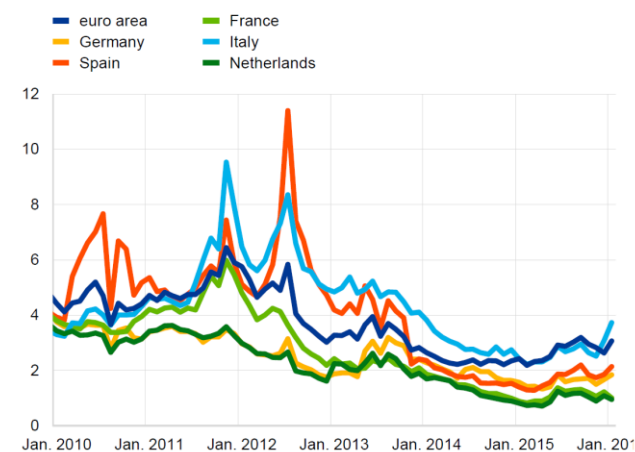
Part des dépôts transfrontières de la zone euro par secteur.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles, Belgique.

Annexe 18

Bank bond yields in selected euro area countries

(percentages per annum)



Sources: Merrill Lynch Global Index and ECB calculations.

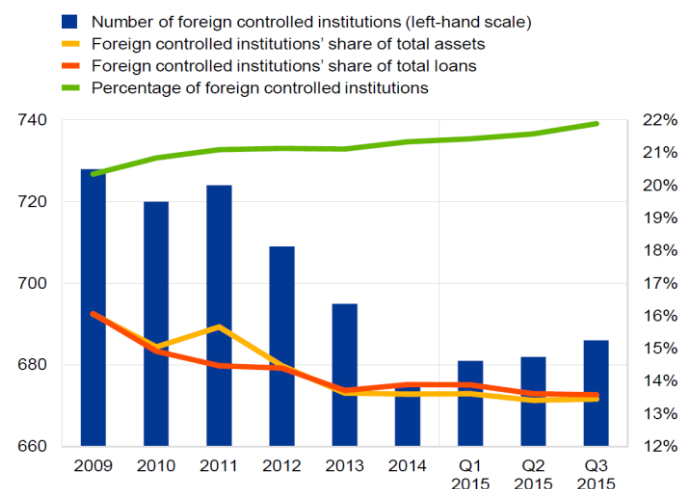
Rendements des obligations souveraines de certains pays membres de la zone euro.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles, Belgique.

Annexe 19

Non-domestic affiliates in euro area countries

(total number (left-hand scale); percentages (right-hand scale))



Source: ECB (consolidated banking data).

Statistiques concernant les institutions étrangères.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles, Belgique.

Annexe 20

Deposits at MFIs resident in **Germany** of euro area households and non-financial corporations

(January 2000 – December 2015; EUR million)

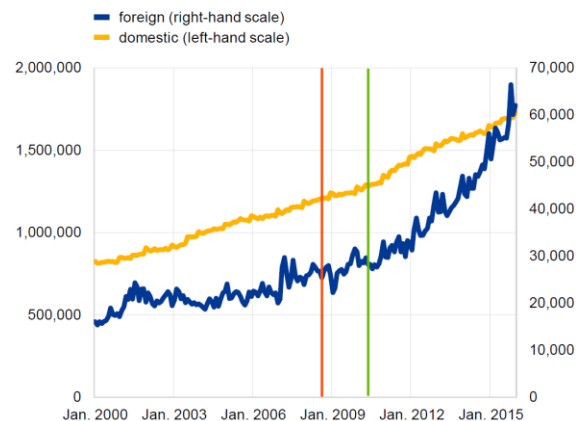


Source: ECB Statistical Data Warehouse (BSI statistics).

Notes: The orange line indicates the beginning of the global financial crisis in September 2008, while the green line marks the EU-IMF agreement on a bailout package for Greece in May 2010.

Deposits at MFIs resident in **France** of euro area households and non-financial corporations

(January 2000 – December 2015; EUR million)

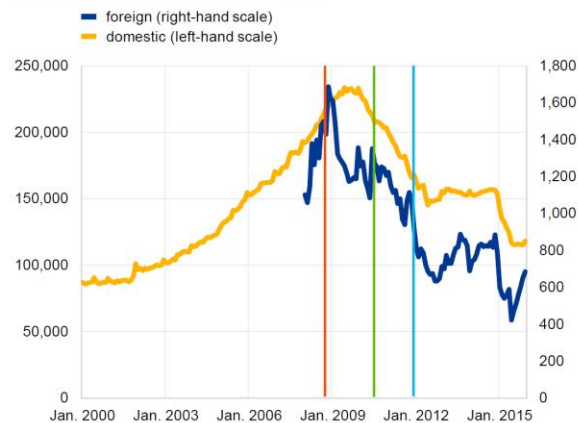


Source: ECB Statistical Data Warehouse (BSI statistics).

Notes: The orange line indicates the beginning of the global financial crisis in September 2008, while the green line marks the EU-IMF agreement on a bailout package for Greece in May 2010.

Deposits at MFIs resident in **Greece** of euro area households and non-financial corporations

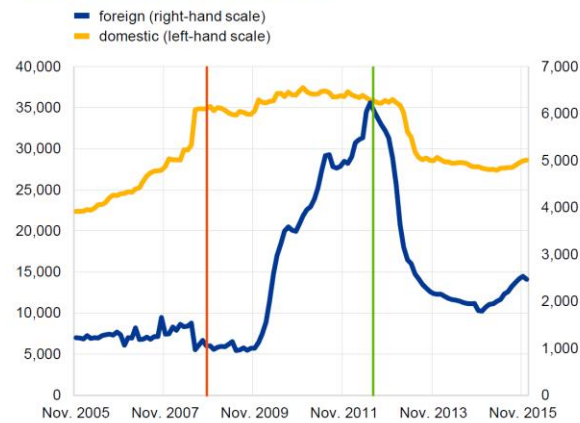
(January 2000 – December 2015; EUR million)



Source: ECB Statistical Data Warehouse (BSI statistics).
Notes: The orange line indicates the beginning of the global financial crisis in September 2008. The green line marks the EU-IMF agreement on a bailout package for Greece in May 2010. The light blue line indicates the resignation of the Greek Prime Minister George Papandreou in November 2011 – acute phase of the euro area sovereign debt crisis. Foreign deposit series start from January 2008 due to data availability.

Deposits at MFIs resident in **Cyprus** of euro area households and non-financial corporations

(November 2005 – December 2015; EUR million)



Source: ECB Statistical Data Warehouse (BSI statistics).
Notes: The orange line indicates the beginning of the global financial crisis in September 2008, while the green line marks the request by the Cypriot government for a euro area bailout in June 2012.

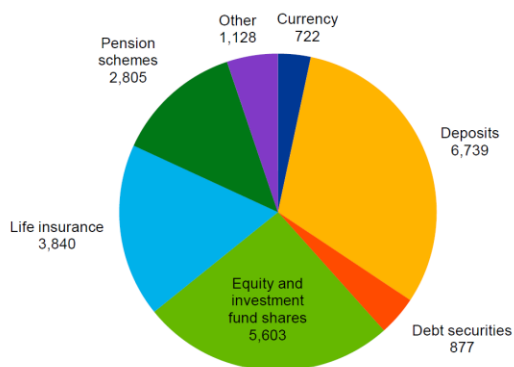
Dépôts des ménages et entreprises non-financières de la zone euro auprès des IFM.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles, Belgique.

Annexe 21

Aggregate banking union* households' financial assets breakdown

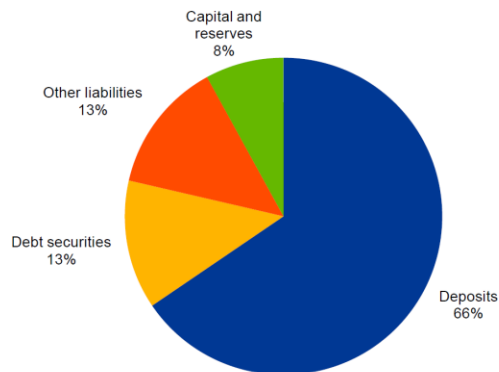
(as of the second quarter of 2015)



Source: Statistics Bulletin - Euro Area Statistics Online.
* This coincides with the euro area, since no EU Member States outside the euro area have joined banking union yet.

Aggregate banking union* banks' liabilities breakdown

(as of the second quarter of 2015)

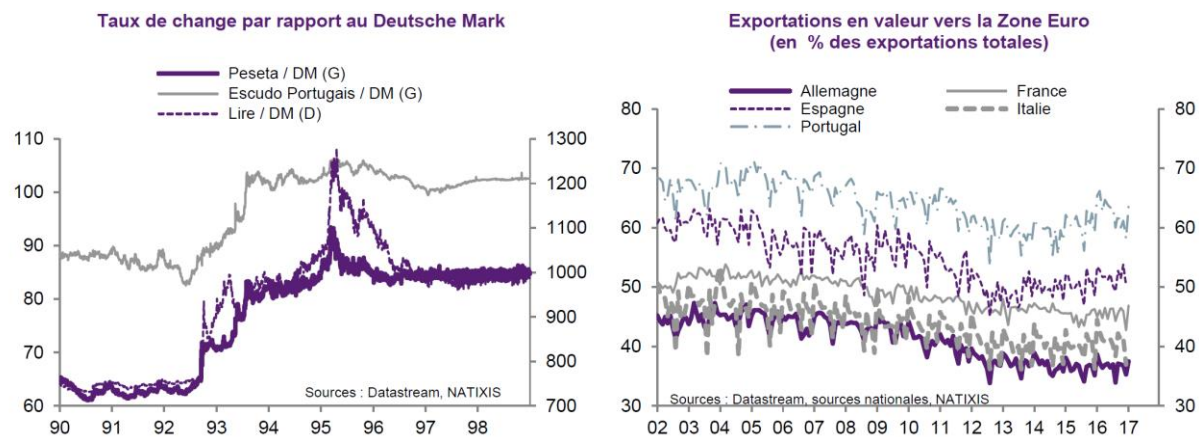


Source: Statistics Bulletin - Euro Area Statistics Online.
* This coincides with the euro area, since no EU Member States outside the euro area have joined banking union yet.

Répartition des actifs financiers des ménages de la zone euro.

Source : Banque Centrale Européenne (BCE). (2016). Measuring Financial Integration in Europe. Bruxelles, Belgique.

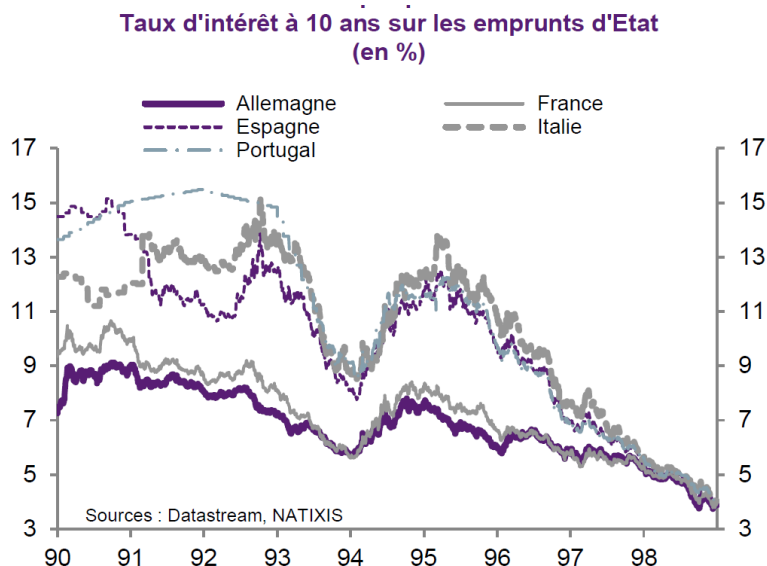
Annexe 22



Taux de change par rapport au Deutsche Mark et Exportations en valeur vers la zone euro.

Source : Artus, P. (2017). *Pourquoi l'euro ne se déprécie-t-il pas davantage ?* Natixis : Flash économie, Paris.

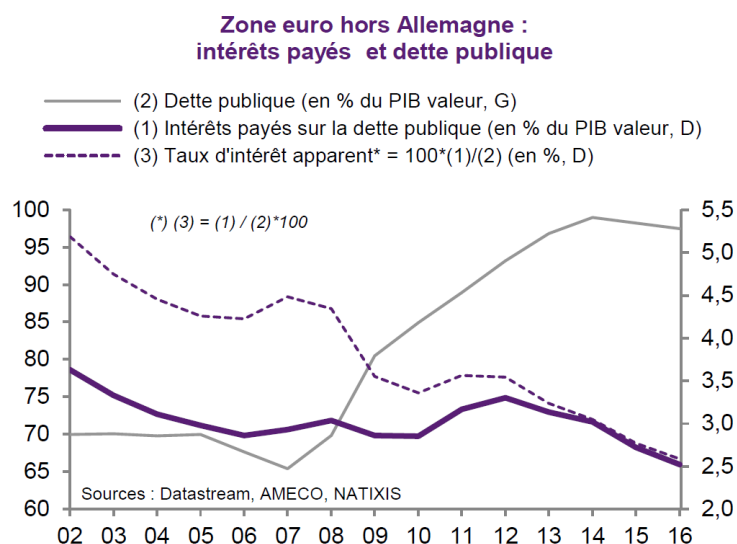
Annexe 23



Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en pourcent).

Source : Artus, P. (2017). *Pourquoi l'euro ne se déprécie-t-il pas davantage ?* Natixis : Flash économie, Paris.

Annexe 24



Intérêts payés et dette publique de la zone euro, hors Allemagne.

Source : Artus, P. (2017). *Pourquoi l'euro ne se déprécie-t-il pas davantage ?* Natixis : Flash économie, Paris.

Annexe 25



Evolution des taux d'intérêt souverains de l'Irlande.

Source : Investing.com. (2017). Rendement des obligations irlandaises à 10 ans. Récupéré de : <https://www.investing.com/rates-bonds/ireland-10-year-bond-yield-streaming-chart>



Evolution des taux d'intérêt souverains du Portugal.

Source : Investing.com. (2017). Rendement des obligations portugaises à 10 ans. Récupéré de : <https://www.investing.com/rates-bonds/portugal-10-year-bond-yield-streaming-chart>

Annexe 26

Bank	Country	Debt/GDP	Sovereign Debt Yield	Assets/GDP
Banco Santander SA	Spain	94%	4,56%	109%
Bank of Cyprus	Cyprus	112%	6,50%	184%
Bank of Ireland	Ireland	124%	3,79%	81%
Bank of Valletta Plc	Malta	72%	3,36%	100%
BBVA	Spain	94%	4,56%	57%
BCEE	Luxembourg	23%	1,85%	90%
Belfius	Belgium	101%	2,41%	48%
BNP Paribas	France	93%	2,20%	87%
BPCE Group	France	93%	2,20%	55%
Caixa Geral de Depositos	Portugal	129%	6,29%	68%
Commerzbank AG	Germany	78%	1,57%	20%
Crédit Agricole S.A.	France	93%	2,20%	75%
Deutsche Bank AG	Germany	78%	1,57%	59%
Erste Group Bank AG	Austria	75%	2,01%	64%
ING Groep NV	Netherlands	74%	1,96%	179%
National Bank of Greece SA	Greece	175%	10,05%	61%
NLB	Slovenia	72%	5,81%	35%
Nordea Bank	Finland	57%	1,86%	158%
Rabobank	Netherlands	74%	1,96%	112%
Slovenska	Slovakia	55%	3,19%	16%
Société Générale	France	93%	2,20%	60%
Swedbank EE	Estonia	10%	0,00%	48%
Swedbank LV	Latvia	38%	3,34%	22%
UniCredit SpA	Italy	133%	4,32%	54%

Rapport de la dette et du PIB, rendements des obligations et rapport des actifs et du PIB des banques de la zone euro.

Source : Parlement Européen. (2015). Making the European Banking Union Macro-Economically resilient. Bruxelles, Belgique.