

Quels enseignements tirer du modèle américain pour le projet institutionnel de l'UEM ?

P. Butzen
S. Cheliout
H. Geeroms

Introduction

Alors que se préparait l'introduction de l'euro, il était déjà communément admis que la plupart des États membres de l'UE satisfaisaient moins aux critères d'une zone monétaire optimale (ZMO) que les 50 États américains. Le degré de convergence économique, la flexibilité des salaires et des prix, de même que la mobilité de la main-d'œuvre entre les futurs États membres de la zone euro semblaient plus faibles qu'entre les États fédérés américains. La théorie des ZMO postule qu'en l'absence d'une convergence et d'une flexibilité suffisantes, la mise en place d'une union monétaire requiert d'assurer un système de solidarité entre les pays membres par des transferts, généralement au départ d'un budget commun. À l'origine, la théorie des ZMO ne considérait pas l'aspect financier de l'économie, les restrictions aux mouvements de capitaux étant encore courantes à l'époque. Pourtant, des marchés financiers bien intégrés offrent un moyen supplémentaire d'absorber les chocs idiosyncratiques. L'instauration d'un fonds unique pour la résolution des banques défaillantes pourrait également comporter une forme de partage des risques (*risk sharing*).

Même si les États membres de l'UEM ne répondaient que partiellement et à des degrés divers aux critères des ZMO, il a toutefois été décidé de mettre en marche le processus d'union monétaire, un projet tout aussi politique qu'économique ; on supposait alors qu'à terme, les avantages de ce projet prometteur iraient en augmentant et ses inconvénients en diminuant, précisément grâce à l'introduction de la monnaie unique.

L'euro, en combinaison avec le marché unique, qui aurait en principe dû être achevé au début de 1993, devait en effet ouvrir la voie à une intensification du commerce communautaire, tout en renforçant la convergence entre les États membres et en favorisant l'intégration des marchés financiers. Des mécanismes d'adaptation devaient par ailleurs se mettre en place et concourir à corriger ces distorsions. Entre autres arguments avancés, il était supposé que les effets d'une économie en surchauffe, avec pour corollaires une inflation élevée et des déficits de la balance courante, seraient in fine corrigés par l'incidence négative qu'exercerait une perte de compétitivité sur la croissance. On partait au demeurant du principe que d'éventuels écarts quant aux risques-pays rejailliraient sur la valorisation de la dette publique sur les marchés financiers, ce qui ne manquerait pas d'imposer une discipline budgétaire et de limiter les effets de contagion. La clause de *no bail-out* prévue par le traité de l'UE devait suffire à garantir une telle différenciation par les marchés financiers.

C'est notamment dans la perspective d'une convergence appelée à se poursuivre et dans l'hypothèse d'une valorisation différenciée par les marchés financiers qu'une structure institutionnelle inédite a été élaborée pour l'UEM. Celle-ci prévoyait une unification de la politique monétaire, tandis que les politiques budgétaire et structurelle demeureraient en grande partie du ressort des autorités nationales. La proposition historique de Pierre Werner visait une coordination économique plus centralisée, mais la volonté politique de transférer ces

compétences importantes au niveau de l'UE semblait faire défaut dans les années 1990. En guise d'ersatz d'une forme de gouvernement économique à l'échelon européen, la coordination de la politique budgétaire a été fixée par des règles européennes en vue de garantir la soutenabilité des finances publiques. Pour ce qui est des autres pans de la politique macroéconomique, ainsi que pour la politique économique structurelle, seule une forme « douce » de coordination, non contraignante, a été prévue, prenant appui sur l'article du Traité qui stipule que les États membres considèrent leur politique économique comme une matière relevant de l'intérêt communautaire. De même, le contrôle bancaire, la résolution des défaillances bancaires et la protection des dépôts demeuraient nationaux, la coordination entre les autorités nationales compétentes dans ces domaines restant minime et s'opérant sur une base volontaire.

Comme prévu, après l'introduction de l'euro, qui a supprimé le risque de change entre les pays de la zone euro, le commerce à l'intérieur de la zone euro a poursuivi sa progression et l'intégration financière a bénéficié d'un élan supplémentaire. Cela étant, nombre de suppositions préalables à l'introduction de l'euro se sont par la suite avérées infondées.

La valorisation différenciée par les marchés financiers n'a pas eu lieu; après l'introduction de l'euro, les taux d'intérêt ont affiché une convergence presque totale vers les taux d'intérêt les plus bas, en dépit des divergences sur les plans des fondamentaux économiques et des risques spécifiques aux pays. Le nivellement des taux d'intérêt s'est par ailleurs également produit en dehors de la zone euro et pour d'autres actifs que la dette publique. Cette convergence à la baisse a dans une large mesure contribué à un endettement excessif des administrations publiques et/ou du secteur privé dans plusieurs États membres de la zone euro.

Il est en outre apparu que, contrairement aux attentes, le mécanisme d'adaptation qui aurait dû résulter de la compétitivité ne s'est pas déployé suffisamment ou, à tout le moins, pas assez vite, si bien que les déséquilibres macroéconomiques ont continué de se creuser. Les règles en vigueur en matière de coordination économique n'ont pas pu empêcher ce phénomène, notamment en raison de leur application souvent trop souple, voire inexistante.

S'agissant du volet financier, le renforcement du marché unique s'est accompagné de flux de capitaux bancaires transfrontaliers considérables et croissants, qui sont très volatils. De surcroît, en raison de la libéralisation de la réglementation financière, certaines banques s'étaient développées dans des proportions telles que leurs autorités

nationales n'auraient pu dégager les moyens budgétaires nécessaires à leur éventuel sauvetage, cette responsabilité étant demeurée en majeure partie aux mains des États membres.

C'est dans ce contexte d'instabilité qu'à partir de 2009, dans la foulée de la montée des craintes entourant les finances publiques grecques, les écarts de rendement entre les emprunts publics de certains pays de la zone euro ont commencé à se creuser sensiblement. Cette situation a débouché sur la crise de la dette souveraine dans la zone euro, qui s'est ensuite aggravée sous l'effet du cercle vicieux entre banques et administrations publiques.

Plusieurs instruments ad hoc ont été déployés, mais il a fallu attendre l'été de 2012 et l'annonce par l'Euro-système de ses opérations monétaires sur titres (OMT) pour que l'incertitude sur les marchés financiers retombe progressivement. Cette mesure, même si elle n'a pas été conçue comme une solution durable à la crise de la dette souveraine, peut néanmoins accorder un peu de répit aux responsables politiques, le temps qu'ils ajustent le cadre institutionnel de l'UEM et qu'ils corrigent les déséquilibres dans les différents États membres.

Dans l'intervalle, nombre d'avancées ont été engrangées dans ces deux domaines, et d'autres propositions sont encore en discussion. Dans l'intention d'en tirer d'éventuels enseignements pouvant se révéler utiles pour l'UEM, le présent article parcourt des aspects importants de l'union monétaire qui fonctionne avec succès aux États-Unis. En effet, l'économie américaine présente une ampleur et un degré de développement similaires à ceux de la zone euro. Ce type de comparaison a toutefois ses limites, compte tenu des différences essentielles entre ces deux zones, et notamment du fait que les États-Unis sont un État-nation, contrairement à la zone euro, qui réunit des États souverains.

Le présent article se construit comme suit. La première partie évalue les caractéristiques des États-Unis et de la zone euro à l'aune des critères avancés par la théorie des ZMO. La deuxième compare l'union bancaire mise en place outre-Atlantique avec celle sur laquelle les pays de la zone euro se sont accordés, tandis que la troisième examine le fonctionnement de la solidarité budgétaire américaine et cherche à déterminer si ce mécanisme pourrait être envisagé en Europe. Enfin, une série de conclusions sont tirées.

1. Les États-Unis et la zone euro à l'aune de la théorie des zones monétaires optimales

1.1 Théorie des zones monétaires optimales

Les études portant sur les unions monétaires se réfèrent souvent à la théorie des zones monétaires optimales (ZMO). Cette théorie précise les conditions auxquelles une union monétaire doit satisfaire pour que les bénéfices de l'instauration de la monnaie unique, telle la réduction des coûts de transaction, l'emportent sur les inconvénients découlant de l'abandon d'une politique monétaire indépendante et, partant, de la perte des instruments de taux d'intérêt et de taux de change pour absorber les chocs.

La théorie des ZMO a été développée au début des années 1960 par Mundell, McKinnon et Kenen. La littérature traitant des ZMO a évolué depuis et est revenue sur le devant de la scène pendant la phase préparatoire de l'UEM (Corsetti, 2008). Certains observateurs doutaient qu'un tel groupe hétérogène de pays puisse former une union monétaire réussie. Cette vision sceptique n'était néanmoins pas partagée par d'autres observateurs qui partaient du principe que l'UEM elle-même entraînerait une convergence économique graduelle entre les pays membres (ZMO endogène), ce qui garantirait les chances de succès du projet. L'histoire récente a cependant mis clairement en exergue les failles de la structure institutionnelle de l'UEM. Toutefois, même si la théorie des ZMO est riche d'enseignements, l'UEM reste un projet complexe et évolutif au cours du temps, qui nécessite souvent des solutions spécifiques.

1.1.1 Les propriétés « pionnières »

Le caractère optimal d'une union monétaire peut être défini sur la base d'une série de critères « traditionnels » (Mongelli, 2008). Ceux-ci permettent d'assurer que les bénéfices d'une intégration monétaire excèdent les coûts qui y sont associés. Si de telles propriétés sont rencontrées, l'impact de chocs asymétriques sera limité car l'ajustement économique sera aisé en dépit de la perte de souveraineté de la politique monétaire.

1. Idéalement, les économies participantes doivent former un groupe homogène, ce qui signifie qu'elles doivent afficher un degré élevé de **convergence** économique. En effet, dans ce cas, les chocs communs exerceront une incidence comparable et les économies ayant une structure économique similaire seront moins sujettes à des chocs asymétriques. En principe, le renforcement de l'intégration, et donc du degré d'ouverture, favorise le processus de convergence.

2. La **flexibilité des prix et des salaires** est nécessaire pour aplanir les différences résiduelles entre les États membres d'une union monétaire et pour absorber les chocs asymétriques. Étant donné la contrainte posée par la perte de l'instrument des taux de change nominaux, une flexibilité suffisante s'impose en vue de permettre aux pays touchés par un choc défavorable d'ajuster leurs salaires et leurs prix relatifs afin de rétablir leur compétitivité.

3. La **mobilité des facteurs de production, dont le travail**, peut atténuer la pression s'exerçant sur les salaires et les prix dans les régions en surchauffe. Cet argument, initialement mis en avant par Mundell, est tiré de la théorie du commerce international selon laquelle la mobilité des facteurs de production permet une réallocation des ressources intra-zone. Par exemple, une mobilité du travail suffisante peut éviter une augmentation du chômage dans certaines régions à la suite d'un choc de demande négatif, de même que des pressions à la hausse sur l'inflation dans d'autres régions où la demande croît. Les flux de capitaux permettent un meilleur regroupement des ressources disponibles (pooling de réserves) ainsi qu'un meilleur partage des risques entre membres : les détenteurs étrangers d'actifs d'un pays devront supporter en partie d'éventuelles variations de prix de ces actifs. Ces flux permettent aussi d'absorber d'éventuelles perturbations temporaires défavorables qui pourraient surgir dans un pays spécifique, par exemple grâce à l'octroi de prêts par des pays en surplus au pays touché ; ils y rendent ainsi possible le lissage des dépenses des ménages et des entreprises.

Néanmoins, l'intégration financière ne peut constituer un substitut à un ajustement permanent (par exemple en prix et en salaires) lorsque ce dernier s'impose ; dans ce cas, elle ne peut qu'aider à faciliter ce processus en contribuant à atténuer le choc négatif sur les dépenses. Certains auteurs ont également émis des nuances et averti de possibles effets déstabilisateurs des flux de capitaux (p. ex. *sudden stop*).

4. À ces critères, il convient d'ajouter la **diversification de la production et de la consommation** et, partant, des exportations, réduisant ainsi l'impact de chocs affectant une catégorie étroite de produits.
5. Les **mécanismes de correction au niveau fédéral**, c'est-à-dire, en l'occurrence, l'échelon auquel sont assujettis les pays membres, peuvent contribuer à aplanir les différences résiduelles, comme les transferts au travers d'un budget fédéral.

1.1.2 Les « méta »-propriétés

Les critères « classiques » peuvent s'avérer difficilement mesurables et ainsi compliquer toute conclusion qui pourrait être tirée quant à l'existence d'une ZMO selon les caractéristiques rencontrées. Ainsi, une deuxième et plus récente vague de recherches issues de la littérature empirique a mis en lumière de nouveaux « méta »-indicateurs. Ces derniers s'intéressent à la similitude de l'incidence des chocs. Ils s'emploient à capturer l'ensemble des critères traditionnels en se fondant sur leurs interactions. L'intuition sous-jacente est en effet que, si l'incidence des chocs de demande ou d'offre ainsi que la vitesse d'ajustement sont similaires entre partenaires, cela réduirait le coût d'abandon de la souveraineté de la politique monétaire.

1.1.3 Quelques limitations et observations critiques de la théorie des ZMO

Outre leur problème de mesure, les propriétés « classiques » des zones monétaires optimales peuvent difficilement être évaluées les unes par rapport aux autres, et elles peuvent parfois pencher dans des directions contradictoires, menant ainsi à des résultats peu concluants (*inconclusiveness problem*). Par exemple, une économie très ouverte en termes de flux commerciaux avec un groupe de partenaires indiquerait que l'adoption de cours de change fixes avec ces pays lui serait favorable. Néanmoins, si ce même pays affiche également une très faible mobilité de ses facteurs de production, en particulier du travail, alors, la théorie des ZMO lui prescrirait, au contraire, de conserver un régime de taux de change flottants.

De plus, les critères « classiques » sont par construction rétrospectifs, s'appuyant sur des données passées. En cela, ils ne sont pas à même de refléter d'éventuels changements de préférences ou d'orientations politiques comme l'adoption d'une unification monétaire. Plusieurs auteurs ont ainsi soulevé la question de l'existence d'effets « endogènes », le fait de partager une monnaie commune enclenchant un processus vertueux qui mène à encore davantage de convergence entre les pays au fil du temps (hypothèse d'endogénéité). De plus, la formation d'une ZMO conduit à des engagements (commerciaux et politiques) durables et forts de la part de ses membres, donnant lieu à des perspectives d'investissement et d'intensification des relations commerciales à plus long terme.

Cette hypothèse s'est vu opposer celle de spécialisation de Krugman. Selon cette dernière, les pays qui deviennent de plus en plus intégrés auront tendance à se spécialiser

dans des biens et services pour lesquels ils présentent un avantage comparatif. Une spécialisation accrue est synonyme d'une production moins diversifiée, les pays devenant ainsi plus vulnérables à des chocs asymétriques. Cette hypothèse implique que la perte de souveraineté de l'instrument de politique monétaire représenterait au contraire un coût considérable.

1.2 Une évaluation des États-Unis et de la zone euro en matière de ZMO

1.2.1 Convergence économique

Cette dimension peut être abordée par une série d'indicateurs qui évaluent le degré d'homogénéité de l'union monétaire considérée. À cette fin, on étudie les chiffres régionaux des États membres de l'Union. Il est généralement admis que l'économie américaine est significativement plus homogène que celle de la zone euro. Un rapide relevé d'une série de variables pertinentes en la matière montre toutefois que les différences régionales dans la zone euro sont généralement comparables à celles observées aux États-Unis.

Au cours des dernières décennies, les écarts de croissance dans la zone euro, mesurés par l'écart type de la croissance du PIB dans les États membres, ont été plutôt inférieurs à ceux enregistrés aux États-Unis. Durant la crise, les différentiels de croissance ont atteint un pic dans les deux zones (sous l'effet, dans la zone euro, d'une profonde

GRAPHIQUE 1 DISPERSION DES TAUX DE CROISSANCE DU PIB DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

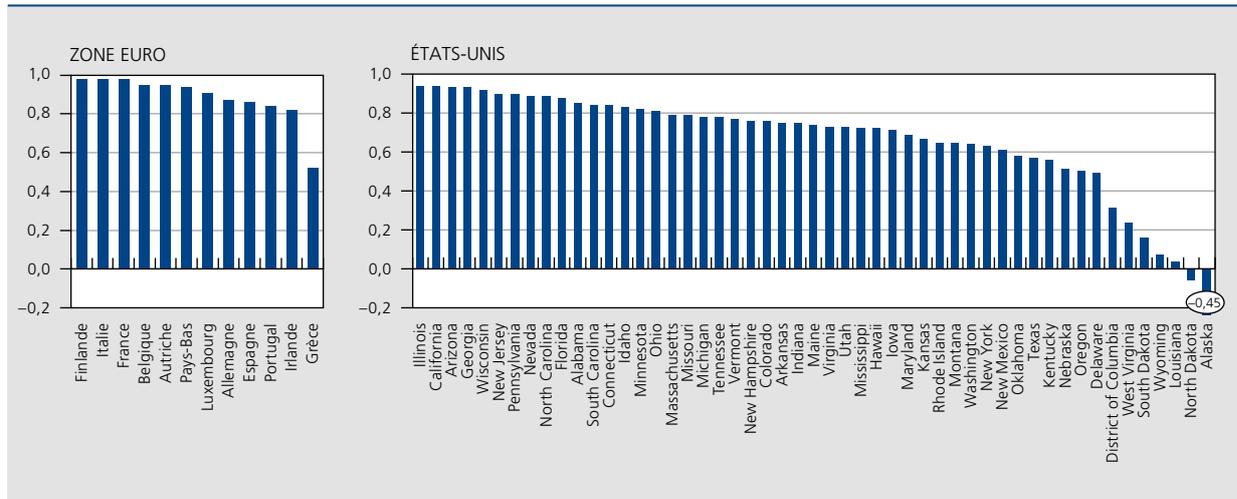
(écart type entre pays (ou États fédérés), points de pourcentage des taux de croissance)



Sources : CE, BEA.

GRAPHIQUE 2 SYNCHRONISME DES TAUX DE CROISSANCE DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

(corrélations des taux de croissance des pays (États fédérés) par rapport à celui de la zone euro (des États-Unis) au cours de la période 1999-2013)



Sources : CE, BEA.

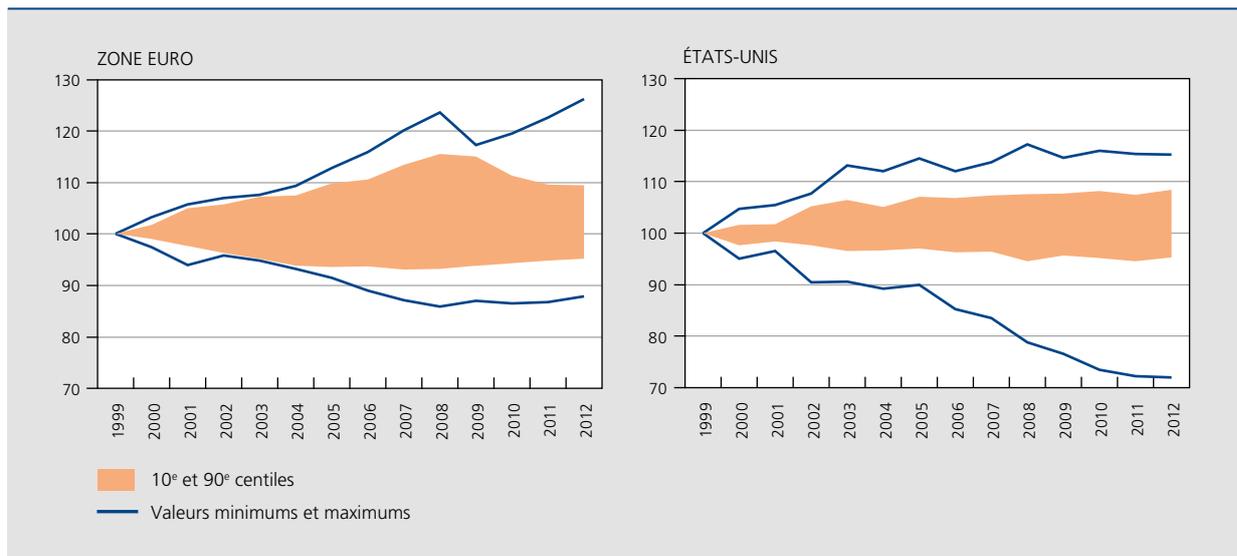
récession qui a frappé la périphérie de cette région). Puis, en 2013, la dispersion des taux de progression du PIB dans les deux zones est retombée à des niveaux similaires à ceux prévalant avant la crise. On détermine également bien souvent la convergence économique au sein d'une union monétaire en calculant la corrélation entre la croissance du PIB de chacun des membres et celle de l'ensemble de l'union au cours d'une certaine période. Ce calcul vise à appréhender l'évolution synchrone des

cycles conjoncturels. Dans l'ensemble, il apparaît, sur la base de cette mesure, que l'intégration économique est comparable entre les États fédérés américains et entre les pays membres de la zone euro.

Tandis que les cycles économiques évoluent de manière relativement analogue aux États-Unis et dans la zone euro (depuis le lancement de l'UEM), des différences régionales intra-zone semblent néanmoins avoir persisté

GRAPHIQUE 3 DYNAMIQUE DES COÛTS UNITAIRES DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

(indices 1999 = 100)



Sources : CE, BEA.

au fil du temps. Les causes à l'origine de la dispersion des performances économiques régionales montrent des similitudes dans les deux zones. Les effets de la crise sur les différents pays de la zone euro ont notamment suivi un schéma assez comparable à ceux des États fédérés américains. Les pays européens et les États fédérés américains les plus sévèrement touchés sont ceux dans lesquels des déséquilibres ont commencé à être corrigés, ou ceux dont certains problèmes structurels n'avaient pas été traités avant la crise. Aux États-Unis, le Nevada, l'Arizona, la Floride ou la Californie avaient enregistré des hausses soutenues des prix de l'immobilier. Par la suite, en raison de la crise, les prix de l'immobilier s'y sont effondrés. De même, dans la zone euro, plusieurs pays ont expérimenté une bulle immobilière avant la crise (Espagne, Irlande). Des facteurs structurels peuvent également expliquer la disparité des performances régionales. Aux États-Unis, la région des Grands Lacs est fortement tributaire de l'industrie manufacturière, ce qui explique que la croissance y ait été atone ces dernières décennies. De même, dans certains pays de la zone euro (comme au Portugal), l'existence de fortes rigidités structurelles avait débouché sur des taux de croissance plus faibles que la moyenne.

S'agissant des coûts salariaux par unité produite, on constate que, dans la zone euro, ces coûts ont également convergé avant l'avènement de l'UEM. Depuis 1999, leur dispersion atteint dans l'ensemble des niveaux quelque peu moins élevés aux États-Unis. Dans le même temps, une grande variation (écart entre les valeurs minimums et maximums) s'observe encore dans les deux zones. Il ressort des données détaillées que les deux unions comportent des régions où la variation des coûts salariaux par unité produite est, de manière persistante, supérieure ou inférieure à la moyenne.

On peut donc conclure que, en matière de convergence économique, il subsiste des inégalités au sein d'une union monétaire efficace telle que les États-Unis et que celles-ci sont généralement comparables à celles observées dans la zone euro. L'hétérogénéité économique ne semble dès lors pas justifier le négativisme entourant la viabilité de la zone euro.

1.2.2 Flexibilité

Une union monétaire dont les membres sont différents ou qui est confrontée à un choc asymétrique mais qui dispose de la flexibilité nécessaire sur les plans de la mobilité des facteurs de production et de la formation des salaires et des prix peut ainsi compenser la perte des mécanismes d'ajustement que sont le taux de change et la politique monétaire.

S'agissant du facteur travail, la zone euro remplit nettement moins les conditions de flexibilité que les États-Unis. En comparant des données relatives à l'année 2006, Gakova et Dijkstra (2008) ont constaté que la migration entre les États fédérés américains est grosso modo deux fois plus importante que celle entre les pays de l'UE, voire plus encore si on considère l'UEM. Au fil du temps, la mobilité du travail s'est toutefois quelque peu accrue dans l'UEM. Selon Van Beers et al. (2014), dont l'analyse a couvert une période allant jusqu'en 2012, la capacité d'absorption des chocs adverses sur l'emploi grâce à la mobilité du travail reste plus forte aux États-Unis qu'en Europe, mais cet écart s'est tout de même réduit ces dernières années.

Une série de facteurs expliquent la mobilité interne accrue du travail aux États-Unis, parmi lesquels des facteurs institutionnels (une sécurité sociale partielle, des marchés du travail moins réglementés, des procédures transactionnelles simples sur le marché de l'immobilier), culturels (le fait que déménager fasse partie de l'identité américaine, l'utilisation de la même langue) et démographiques (une population plus jeune).

En matière de flexibilité des salaires, on constate de grandes disparités entre les pays de la zone euro. Il ressort toutefois d'une étude récente et souvent citée que, contrairement à l'opinion largement répandue selon laquelle la flexibilité est plus importante aux États-Unis, la différence avec la zone euro n'est pas si grande (Dickens et al., 2007). En revanche, une étude de la BCE sur l'évolution des prix à la consommation et à la production montre que ceux-ci sont nettement plus rigides dans la zone euro qu'aux États-Unis (BCE, 2005).

Les flux de capitaux soutiennent l'intégration économique et peuvent, tout comme un facteur travail mobile, engendrer une certaine flexibilité permettant d'absorber les chocs. Depuis la création de l'UEM, la détention d'actifs transfrontaliers s'est fortement accrue. Celle de titres de dettes, en particulier, mais aussi celle d'actions transfrontalières entre pays membres, ont augmenté de manière considérable (Van Beers et al., 2014). Un tel essor n'est pas propre à l'UEM, étant donné que l'intégration financière au niveau international s'est également accélérée. Cette évolution a néanmoins été plus marquée dans l'UEM. Les actifs étrangers bancaires, notamment, constituent une composante majeure des avoirs transfrontaliers. L'internationalisation des institutions bancaires de l'UEM s'est opérée principalement par le canal du financement interbancaire et peu par celui de l'octroi de prêts directs aux consommateurs d'autres pays (Sapir et Wolff, 2013). Ce dernier marché reste encore relativement segmenté au niveau national (BCE, 2014). Du côté des États-Unis,

alors que le marché bancaire avait initialement été très segmenté, des vagues successives de dérégulation et la levée des restrictions géographiques ont donné lieu à une intensification des flux financiers entre États fédérés⁽¹⁾. Selon Morgan et al. (2004), la part des actifs détenus par des groupes bancaires présents dans plusieurs États a sextuplé (passant de 10 % en 1975 à 60 % en 1994)⁽²⁾. Par contraste avec les États-Unis, en Europe, la multiplication des regroupements bancaires a donné lieu à l'apparition de grands groupes, entrant surtout en concurrence entre eux sur le marché de gros. Le marché de détail est pour sa part resté essentiellement national.

Un autre pan de la littérature économique a tenté de mesurer l'intégration financière sous l'angle, plus large, de la mobilité des capitaux. Dans une zone où l'intégration est avancée, les flux de capitaux peuvent circuler librement entre membres, permettant ainsi de canaliser les surplus vers les pays en besoin de financement, comme on a pu le constater dans la zone euro⁽³⁾. En raison de restrictions en matière de données, un tel exercice n'est guère réalisable pour les États fédérés américains, et divers auteurs utilisent des références indirectes qui compliquent la comparaison avec la zone euro.

Plusieurs contributions empiriques récentes⁽⁴⁾ ont néanmoins exploré le rôle de l'intégration financière dans sa fonction de stabilisateur de chocs macroéconomiques et ont comparé les résultats obtenus entre les États-Unis et l'UEM. Dans l'ensemble, même si, dans l'UEM, ils se sont renforcés à partir de 2000 et jusqu'à la crise, les marchés financiers exercent ce rôle de manière beaucoup moins importante qu'aux États-Unis. Avec la crise, les flux privés de capitaux se sont même inversés, en particulier dans les pays de la périphérie de l'UEM, tandis que d'autres canaux d'absorption ont pris le relais, tels les flux publics ou l'épargne. Aux États-Unis, les marchés financiers participent grandement à l'ajustement des chocs macroéconomiques, et ce depuis plus longtemps.

(1) Jusque dans les années 1970, l'existence de lois restrictives sur les activités bancaires aux États-Unis a donné lieu à une forte fragmentation géographique, correspondant grosso modo à 50 marchés distincts. Un mouvement de dérégulation s'est ensuite opéré, grâce à l'introduction progressive de divers amendements et de lois autorisant les banques à exercer leur activité dans plusieurs États fédérés à la fois. Cette transition vers un système bancaire « inter-États » s'est finalement achevée avec l'adoption du Reigle-Neale Act en 1994 (Ghironi et Stebunovs, 2010).

(2) D'après les auteurs, ce ratio a pu davantage progresser après 1994 étant donné la poursuite de fusions entre grands groupes bancaires (par exemple entre la Bank of America et la NationsBank en 1998); les auteurs notent cependant qu'après cette date, la collecte de mesures précises des actifs bancaires par État devient particulièrement difficile.

(3) Cf. EC (2014) et de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze (2014).

(4) Cf. Asdrubali et al. (1996), Balli et Sorensen (2007), Afonso et Furceri (2008), Furceri et Zdzienicka (2013) et Kalemli-Ozcan et al. (2014).

1.2.3 Mécanismes de correction au niveau fédéral

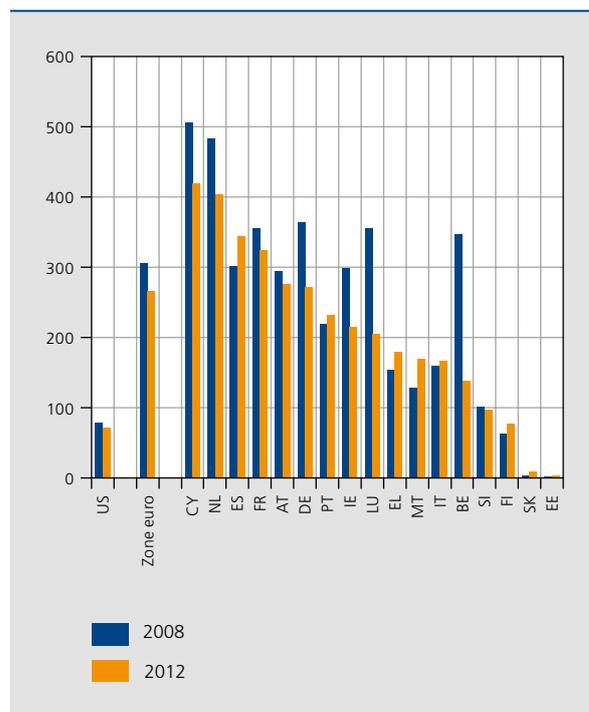
Si une économie est touchée par un choc asymétrique et si les marchés de facteurs sont incapables de l'absorber à temps ou ne peuvent le faire que partiellement, l'union monétaire est toujours viable pour autant qu'il existe une solidarité suffisante ou une « capacité d'absorption du choc » au niveau fédéral. Cela suppose généralement une intégration accrue sur la voie de l'union budgétaire. La troisième partie de l'article présente un examen détaillé du degré actuel d'intégration budgétaire dans la zone euro par rapport aux États-Unis.

2. Union bancaire

2.1 Le paysage bancaire aux États-Unis et dans la zone euro

La crise financière et celle de l'euro ont mis en lumière une série de faiblesses importantes dans la zone euro, et notamment le problème de l'interaction entre les banques et leurs pouvoirs publics nationaux, qui a été l'un des

GRAPHIQUE 4 TAILLE DES BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES⁽¹⁾
(actifs, pourcentage du PIB)



Source : BCE, Rapport sur les structures bancaires (*Banking Structures Report*), 2013.
(1) Données non consolidées, donc hors filiales étrangères.

ingrédients de la fragmentation financière et qui a entravé le financement de certaines économies (de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, 2014). Les États-Unis semblent échapper à ces difficultés, grâce à de multiples facteurs.

Ainsi, c'est aux États membres de la zone euro eux-mêmes qu'il incombe de soutenir leurs banques et, le cas échéant, de résoudre leurs défaillances. Aux États-Unis, il s'agit au contraire d'une compétence fédérale, et les pouvoirs publics fédéraux disposent par ailleurs de ressources abondantes pour procéder au besoin à un renflouement. Dès lors, le sauvetage des banques a eu, pour une série d'États membres de la zone euro, des conséquences beaucoup plus fâcheuses que pour les autorités fédérales américaines, d'autant plus que les banques de la zone euro sont en moyenne d'une taille nettement supérieure à celle des établissements de crédit aux États-Unis. Chacune de ces deux zones monétaires compte environ 6 000 établissements de crédit en activité, mais les actifs des banques de la zone euro représentaient à la fin de 2012 266 % du PIB, contre à peine 72 % outre-Atlantique. Tant aux États-Unis que dans l'ensemble de la zone euro, le volume des actifs des banques exprimé en pourcentage du PIB a baissé dans le sillage de la crise financière, même si certains pays

de la zone euro ont affiché, principalement en raison de l'incidence de la gravité de la récession sur leur PIB, une légère augmentation de cette part. Bien que la taille plus modeste du total bilanciel des banques américaines tienne en partie à des divergences de traitement comptable, il faut tout de même y voir principalement une illustration de la différence fondamentale entre le financement de ces deux économies. Dans la zone euro, les banques prennent en charge un peu plus de 60 % du financement des entreprises et des ménages, contre moins de 25 % aux États-Unis.

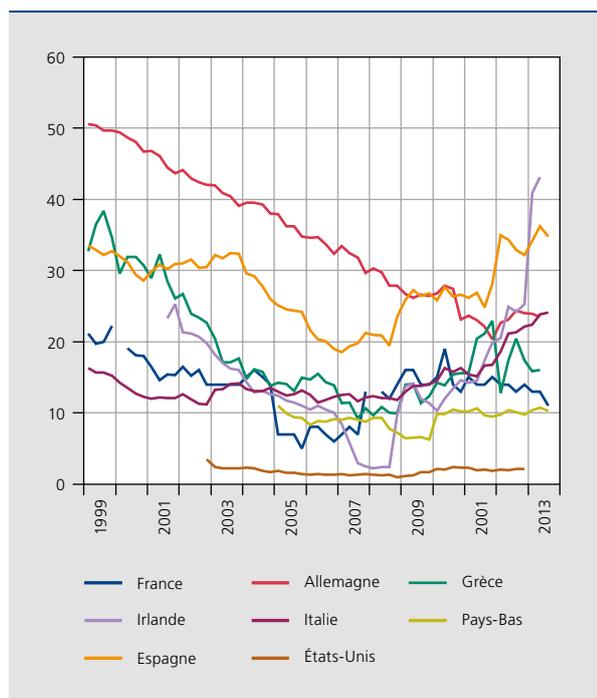
Deux grands facteurs sont à l'origine de la bien moindre ampleur de l'intermédiation bancaire aux États-Unis :

1. D'une part, les marchés de capitaux sont plus importants aux États-Unis que dans la zone euro : les marchés boursiers et des obligations d'entreprises y sont plus développés, notamment en raison du plus grand poids des fonds de pension privés.
2. D'autre part, le rôle plus limité des banques aux États-Unis s'explique aussi par la présence d'un secteur bancaire parallèle nettement plus étoffé : les hedge funds et fonds privés, les fonds du marché monétaire et les fonds d'investissement y sont tellement développés qu'ils représentent ensemble un total proche de celui des actifs du secteur bancaire proprement dit. En outre, le modèle *originate-to-distribute* joue un rôle majeur, notamment par le recours généralisé aux émissions, par les banques, de titres adossés à des actifs⁽¹⁾. De plus, les établissements subventionnés par le gouvernement que sont Fannie Mae et Freddie Mac (re)financent plus de la moitié des prêts hypothécaires.

Un deuxième problème fondamental dans la zone euro est la vaste exposition des banques européennes à la dette souveraine de leur propre État ; la part de cette dette détenue par les banques étant de 10 à 15 % en France et aux Pays-Bas, de 24 % en Allemagne et en Italie et de pas moins de 36 % en Espagne, alors qu'elle dépasse à peine 2 % aux États-Unis, où elle est principalement financée par l'étranger, les établissements financiers non bancaires, les ménages et la banque centrale. Cette exposition est certes stable depuis la crise de l'euro dans les États membres solides (Allemagne et Pays-Bas), voire y est en régression, mais c'est loin d'être le cas dans les pays plus fragiles, et notamment dans les pays sous programme que sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne et l'Italie. En outre,

GRAPHIQUE 5 EXPOSITION DES BANQUES À LA DETTE DE LEUR PROPRE ÉTAT

(pourcentages de la dette publique d'un pays détenus par les établissements relevant de son droit)



Source : Bruegel.

(1) Les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*-ABS) sont des instruments financiers pour lesquels un portefeuille d'actifs constitue la garantie réelle et génère le flux de trésorerie. Un avantage important des ABS est qu'ils offrent la possibilité de fusionner des actifs moins liquides et d'en améliorer ainsi la négociabilité et, partant, le financement par les opérateurs de marché.

il s'agit dans la zone euro d'une exposition à la dette de l'État membre auquel ressortit l'institution, alors qu'aux États-Unis, les banques sont surtout exposées à la dette du gouvernement fédéral, jugé très solvable par les marchés financiers, ce qui n'est pas le cas de certains États plus faibles de la zone euro. Comme l'explique plus en détail la partie suivante, aux États-Unis, la dette des États n'excède pas 10 à 20 % du PIB, en raison de l'application fréquente de règles d'équilibre budgétaire au niveau des États, et les banques ne sont par ailleurs pas vraiment encouragées à prendre cette dette en portefeuille, puisque celle-ci n'est pas considérée comme dénuée de risques pour la détermination de leurs exigences de fonds propres. Enfin, De Grauwe (2011) a montré que le financement de la dette publique d'un pays qui a perdu le contrôle de sa propre monnaie est beaucoup plus vulnérable face à un retournement brutal des flux de capitaux qu'un pays qui dispose encore de sa propre monnaie, avec ce que cela implique sur le plan de l'évaluation par le marché de cette dette publique et des bilans des banques.

Le caractère national des procédures de résolution et de financement des banques en difficulté, a fortiori en présence d'établissements de crédit qui, comme c'est le cas dans la zone euro, sont de taille importante et sont fortement exposés à la dette publique de leur propre pays, crée, en cas de choc négatif, une spirale baissière entre les pouvoirs publics et les banques: si un État est perçu comme étant moins solvable, les banques relevant de son droit seront à leur tour considérées comme plus fragiles puisque leur gouvernement est moins à même de les sauver et que le risque de pertes dans le chef de l'établissement de crédit est exacerbé. L'inverse est également vrai: si les états financiers d'une banque se dégradent, cela augmente la probabilité que le gouvernement doive intervenir, avec les répercussions négatives que cela entraîne pour le ratio de la dette au PIB et la solvabilité des pouvoirs publics concernés. Tout cela n'est pas sans conséquences pour le fonctionnement des marchés financiers de la zone euro. Même avant la crise financière, le degré d'intégration financière entre les États membres n'était déjà pas optimal, et il ne correspondait pas à ce qu'on peut attendre d'un marché unique en bonne santé. Les banques de la zone euro sont en effet toujours restées des banques « nationales », et on peut en dire autant des marchés financiers (Sapir et Wolff, 2013). Cette absence d'intégration financière au sein de la zone euro s'explique par des facteurs liés à l'hétérogénéité des réglementations en matière, notamment, de traitement fiscal, de gouvernance d'entreprise et de faillites, mais aussi et surtout par le caractère décentralisé du contrôle des banques et des modalités de résolution de leurs défaillances. Mais la crise financière et celle de l'euro ont singulièrement accéléré la fragmentation: les flux de capitaux transfrontaliers,

en particulier entre banques, se sont taris, la part d'obligations d'État et d'entreprises dans les portefeuilles des non-résidents a chuté et les coûts de financement des banques se sont mis à afficher de vives divergences. Dans la foulée, le bon fonctionnement de la transmission monétaire s'en est trouvé compromis, et le financement de l'économie des pays faibles en a pâti (De Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, 2014).

La priorité absolue dans la zone euro est de briser le cercle vicieux entre la faiblesse des banques et celle des finances publiques. Pour ce faire, on peut par exemple envisager de procéder à une meilleure répartition de la dette publique entre les portefeuilles bancaires et non bancaires, comme aux États-Unis. À cet égard, certains (y compris Weidmann, 2014) sont d'avis qu'il y a lieu d'imposer des limites à la concentration de la dette publique dans les bilans des banques. Une autre solution pourrait consister à cesser de considérer de tels actifs comme sans risques aux fins des exigences de fonds propres des établissements de crédit, comme c'est d'ailleurs le cas aux États-Unis pour les titres de dette des États fédérés. Quoi qu'il en soit, il convient d'agir très progressivement, afin d'éviter toute turbulence sur les marchés.

Par ailleurs, il faut se doter, comme aux États-Unis, d'un contrôle plus centralisé des établissements financiers et d'un système plus fédéral pour aider ou liquider les banques en difficulté. Les recommandations du rapport Van Rompuy de la fin de 2012 (« Vers une véritable union économique et monétaire ») prévoyaient elles aussi ces éléments, assortis de la mise en place d'un système unique de garantie des dépôts. Les premiers jalons sur la voie de cette union bancaire sont à présent posés. Nous les abordons plus en détail dans la partie suivante, notamment en les comparant au cadre institutionnel actuel des États-Unis.

2.2 Le contrôle prudentiel

Le système de contrôle prudentiel aux États-Unis est complexe; il doit ses méandres à son évolution historique et aux multiples changements qu'il a subis, a fortiori dans le sillage de la crise financière. En raison du nombre élevé des établissements financiers opérant aux États-Unis, le contrôle repose entre autres, tout comme dans la zone euro pour le mécanisme de surveillance unique (MSU), sur une collaboration entre les contrôleurs fédéraux (cf. le rôle de la BCE dans le MSU) et les autorités de contrôle locales (*state supervisors*).

La Federal Deposit and Insurance Corporation (FDIC), qui joue également un rôle crucial pour la résolution

des défaillances bancaires (cf. ci-après) contrôle 63 % de toutes les banques aux États-Unis, lesquelles ne rassemblent toutefois que 17 % de l'ensemble des actifs bancaires. L'organisme baptisé Office of the Comptroller of the Currency (OCC), agence indépendante du Trésor américain et de la Réserve fédérale compétente depuis l'adoption de la loi Dodd-Frank de 2010 pour tous les établissements systémiques, contrôle 36 % des banques et caisses d'épargne, lesquelles représentent toutefois plus de 80 % des actifs bancaires. Les banques qui relèvent de la FDIC, mais qui sont considérées comme « sûres » et dont la taille est relativement modeste, peuvent dans les faits être contrôlées entièrement par les *state supervisors*, la responsabilité finale incombant toujours à la FDIC ; il s'agit d'un nombre relativement restreint de banques locales, qui possèdent peu d'actifs. On peut reprocher au système américain de laisser aux banques le choix, dans certaines circonstances, entre un *state supervisor* et un *federal supervisor*, ce qui peut inciter à un certain « arbitrage réglementaire » et au choix de l'organisme le plus indulgent. En outre, il existe plusieurs organismes fédéraux compétents.

Dans le cadre du MSU, la BCE contrôle directement près de 130 grandes banques systémiques, qui détiennent ensemble quelque 85 % des actifs bancaires de la zone euro. Le contrôle prudentiel opérationnel aux États-Unis s'effectue plus au niveau fédéral que dans la zone euro. Cela dit, la BCE est responsable de toutes les banques : elle peut en effet décider à tout moment d'exercer son contrôle sur les autres banques, qui continuent sinon, en ce qui concerne la plupart des missions de ce type, de relever de la compétence de l'autorité de contrôle nationale.

Le lancement du MSU s'accompagne d'une évaluation complète (*comprehensive assessment*) des banques qui seront directement contrôlées par la BCE ; cette évaluation comprend notamment une appréciation de la qualité des actifs (*Asset Quality Review* – AQR) ainsi qu'un test de résistance (*stress test*). Dans l'attente de la publication, en octobre 2014, des résultats de l'évaluation, on constate que les banques de la zone euro procèdent à leur recapitalisation (ou la poursuivent) et que la confiance dans les établissements de crédit se réinstalle, ce qui est la finalité de cet exercice. L'expérience des États-Unis montre par ailleurs que l'organisation régulière de tests de résistance crédibles est cruciale pour consolider cette confiance. Selon certains, la zone euro devrait elle aussi envisager de réaliser des tests de résistance annuels pour un groupe de banques d'importance systémique (Nouy, 2014).

(1) Ainsi que toutes les banques transfrontalières pour lesquelles la résolution d'une défaillance s'imposerait et les banques qui font appel au Fonds de résolution unique ou au mécanisme européen de stabilité.

2.3 Résolution des défaillances bancaires

Le cadre institutionnel en vigueur aux États-Unis en matière de résolution des défaillances bancaires est simple : la FDIC y tient le rôle principal. Dans l'UE, le processus de résolution est plus complexe et réglé à deux niveaux : la directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement (DRRB), adoptée en avril 2014 et dont l'entrée en vigueur est prévue au début de 2015, règle la résolution des défaillances bancaires pour les 28 États membres de l'UE, tandis que le mécanisme de résolution unique (MRU) applique ces règles de façon cohérente et centralisée à toutes les banques qui relèvent du MSU. Le MRU opère selon la même répartition des tâches que le MSU. Pour les banques relevant directement de la BCE⁽¹⁾, les décisions sont prises par un Conseil de résolution unique (CRU), et les autorités nationales de résolution restent compétentes pour les autres établissements de crédit. Ce régime est fondé sur un règlement européen (qui doit encore être voté par le Parlement européen à l'automne de 2014), tandis que le Fonds de résolution unique (FRU) est juridiquement basé sur un accord intergouvernemental. Ce dernier a été signé le 21 mai 2014 par 26 États membres – le Royaume-Uni et la Suède ne participant pas –, mais doit encore être ratifié ; il reste en outre à trouver un accord sur la répartition précise des contributions des banques. Sur certains plans, les divergences entre les systèmes américain et européen sont manifestes :

En matière de prise de décision : aux États-Unis, c'est la FDIC qui prend l'initiative d'une résolution, en collaboration avec la Réserve fédérale et l'OCC ; la mise en œuvre incombe à la FDIC, où les décisions sont prises par un conseil d'administration composé de cinq membres fédéraux. Les mesures préventives et la résolution s'effectuent de manière presque automatique, sur la base d'un système élaboré par la FDIC, le *Prompt Corrective Action* (PCA), qui définit des « zones de capital » où il faut intervenir. Si le ratio des actifs pondérés par les risques (APR) tombe en deçà de 6 %, l'autorité de contrôle peut, entre autres, procéder au remplacement de la direction de l'établissement et imposer d'autres mesures correctrices ; si le ratio chute sous 2 %, la FDIC procède automatiquement à la reprise de l'établissement.

Dans la zone euro, la prise de décision est plus complexe, les États membres continuent de jouer un rôle, et il n'y a pas d'automatisme. Le CRU se compose de cinq membres « européens » ainsi que de représentants des autorités nationales de résolution. La plupart des décisions sont préparées au sein d'une *executive session* dans laquelle siègent les membres « européens » ainsi que

des représentants de l'État membre de la banque concernée. L'assemblée plénière conserve la responsabilité des décisions ayant une incidence significative sur le Fonds de résolution et peut rejeter les décisions de l'*executive session*, par exemple celles consistant à autoriser le Fonds de résolution à octroyer un prêt. Chaque État membre dispose d'un droit de veto s'il s'agit de décisions qui toucheraient à sa souveraineté budgétaire.

C'est la BCE qui notifie qu'une banque est en défaillance ou menace de l'être, mais le CRU peut lui aussi prendre l'initiative d'une procédure de résolution. Le CRU décide ensuite des modalités de la résolution: nature des instruments à mettre en œuvre, importance du soutien à puiser dans le Fonds de résolution, etc.

Ce système complexe est le résultat d'un compromis entre le Conseil et le Parlement européen, et il s'écarte de la proposition initiale, qui attribuait à la Commission un rôle plus important dans le cadre d'un mécanisme plus centralisé. La pratique montrera dans quelle mesure le compromis actuel fait ses preuves en période de turbulences financières.

En matière de renflouement interne (*bail-in*): les deux unions bancaires prévoient chacune un régime de renflouement interne consistant à recapitaliser l'établissement en priorité par une contribution des actionnaires et des autres créanciers, avant toute intervention des pouvoirs publics; ce sauvetage en interne évite, dans une certaine mesure du moins, de faire appel au contribuable. Sans entrer dans les détails, la procédure repose plus ou moins sur les mêmes principes, dont celui du «*no creditor worse off*», qui implique que la perte des créanciers ne peut dépasser ce qu'elle serait dans le cadre d'une procédure de faillite ordinaire. La DRRB et le MRU prévoient toutefois que les créanciers privés de la banque doivent en principe participer au sauvetage de l'établissement à hauteur d'au moins 8 % du passif avant tout soutien du Fonds de résolution nationale ou du FRU ou toute autre forme d'intervention des pouvoirs publics; à cet effet, le bilan des établissements bancaires doit conserver un minimum de passifs de cette nature. Aux États-Unis, ces seuils en matière de passifs disponibles sont inexistantes.

En matière de fonds de résolution: le fonds de résolution de la FDIC, le Deposit Insurance Fund (DIF), sert à la fois pour la résolution des défaillances bancaires et pour la protection des dépôts. Il est préfinancé par les banques, sur la base d'une contribution qui est fortement liée à leur caractère systémique. Le but est de constituer un fonds s'élevant initialement à 1,15 % du montant des dépôts que couvre le régime de garantie («*dépôts couverts*»),

puis de le compléter jusqu'à concurrence de 1,35 % en 2020 et de 2 % par la suite. Avec ce dernier pourcentage, le fonds atteindrait 81 milliards de dollars des États-Unis, soit quelque 0,6 % du total bilanciel des banques. La DRRB impose aux États membres de constituer un fonds visant un montant équivalant à 1,0 % des dépôts couverts; la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts fixe quant à elle, pour les fonds nationaux de garantie des dépôts, un objectif de 0,8 % des dépôts couverts. Dans le système européen, les contributions sont également tributaires de la taille du bilan, avec un ajustement pour tenir compte de paramètres en rapport avec le risque systémique. Les deux fonds peuvent être fusionnés. Ils doivent parvenir à leur niveau d'équilibre en dix ans, c'est-à-dire d'ici 2025. Le chiffre de 1,8 % des dépôts couverts correspondrait à quelque 0,3 % du total bilanciel. Les fonds de résolution nationaux, considérés comme des compartiments du FRU, seront progressivement fusionnés à partir du début de 2016, pour parvenir à 1 % des dépôts couverts d'ici 2024.

En matière de mécanisme de soutien (*fiscal backstop*): il est essentiel, pour apprécier la différence entre le mécanisme de résolution européen et celui des États-Unis, de garder à l'esprit la ligne de crédit dont dispose la FDIC auprès du Trésor américain et qui se chiffre à 100 milliards de dollars des États-Unis (mais peut, au besoin, être portée à 500 milliards de dollars). L'idée est qu'en temps de crise (événement dont, par définition, on ignore quand il aura lieu et quelle sera son ampleur), la FDIC emprunte par l'intermédiaire du DIF et fasse par la suite rembourser cette dette par le secteur bancaire. La crédibilité de la FDIC est donc soutenue par le Trésor. Par ailleurs, les États-Unis ont, compte tenu de l'importance du soutien financier nécessaire aux banques pendant la crise financière, mis en place, sur la base de l'*Emergency Economic Stabilization Act* adopté à la fin de 2008, le *Troubled Asset Relief Program* (TARP), dont la finalité était multiple, mais qui constituait essentiellement une assistance budgétaire sur mesure. Initialement, le budget du TARP s'établissait à 700 milliards de dollars, mais il a été réduit à 475 milliards de dollars. On peut conclure que la stabilité des banques américaines est garantie par un mécanisme de soutien qui est en réalité illimité, mais dont l'ampleur est déterminée en fonction des circonstances.

Tel n'est pas encore le cas dans la zone euro. Le MRU ne prévoit à ce stade pas de mécanisme de soutien, mais le Conseil du 18 décembre 2013 a indiqué qu'il entendait parvenir à un accord en la matière avant la fin de la phase de transition du FRU (c'est-à-dire avant 2024), afin de pouvoir renforcer la capacité d'emprunt du FRU mais, pour l'heure, les divergences d'opinion restent importantes. Le principal obstacle à un soutien budgétaire

effectif du FRU est évidemment que la zone euro ne dispose ni d'un budget propre ni d'une capacité d'emprunt. Seul le mécanisme européen de stabilité (MES) pourrait au besoin remplir ce rôle. Pendant la phase de transition, tant que le FRU n'aura pas atteint sa vitesse de croisière, il reste toujours possible de procéder à des crédits-relais en mobilisant des ressources nationales, par la voie d'emprunts entre les compartiments nationaux et, si nécessaire, par l'intermédiaire du MES, en passant toutefois dans ce cas par un prêt à l'État membre concerné. En dernier recours, si toutes les autres possibilités ont été épuisées, le MES peut recapitaliser directement une banque (c'est-à-dire sans obérer le pays concerné), pour un montant maximum de 60 milliards d'euros.

Concernant l'efficacité de la résolution des défaillances bancaires : il importe de procéder rapidement et efficacement à la liquidation des banques zombies et des établissements de crédit en faillite pour redresser l'octroi de crédits à l'économie et réduire le coût budgétaire pour les pouvoirs publics.

Il est souvent fait référence à cet égard à la meilleure performance des États-Unis, où la FDIC s'est acquittée depuis la crise financière de la résolution de 484 défaillances bancaires, alors que, selon les estimations, une centaine d'établissements de crédit seulement ont fait l'objet d'une résolution dans l'Union européenne, dont une cinquantaine dans la zone euro⁽¹⁾. La taille moyenne d'une banque liquidée aux États-Unis est de 1,4 milliard de dollars; on a donc recouru au DIF principalement pour procéder à la résolution de défaillances de petites banques, tandis que, pour les établissements de crédit de plus grande taille, le redressement et la résolution ont été pris en charge grâce à des moyens publics mobilisés par l'intermédiaire du TARP. Aux États-Unis, depuis 2009, plus aucune banque ne reçoit d'aide du gouvernement fédéral; dans l'Union européenne, le nombre d'établissements de crédit bénéficiant d'une aide d'État reste significatif, bien qu'en baisse. Cela indique tout de même que les États-Unis ont réussi à en finir plus rapidement avec les conséquences bancaires de la crise financière de 2007-2008. Parmi les principales raisons pouvant expliquer cette différence de performance, rappelons que les États-Unis ont réalisé dans le passé des tests de résistance plus crédibles (IMF, 2013) et que le contrôle bancaire et la résolution des défaillances bancaires y sont organisés selon un modèle plus centralisé, qui devrait garantir une approche plus neutre, affranchie notamment des contraintes budgétaires nationales.

(1) rapports annuels de la FDIC et Open.economics.net.

2.4 Garantie des dépôts

Un mécanisme de garantie des dépôts aide à éviter les retraits massifs (*bank run*). Le système en vigueur aux États-Unis est assez comparable à celui de l'UE: le montant garanti, de 250 000 dollars des États-Unis par déposant et par banque, y dépasse largement le minimum de 100 000 euros applicable dans l'UE. Toutefois, plusieurs États membres de l'UE garantissent un montant supérieur, et certains prévoient même une intervention illimitée. Par ailleurs, proportionnellement au PIB par habitant, la garantie américaine ne dépasse que de 40 % les 100 000 euros applicables dans l'UE. Aux États-Unis, la garantie est couverte par l'organisme fédéral qu'est la DIF (cf. supra). Au sein de l'UE, le nouveau système de garantie des dépôts prévoit, comme on l'a évoqué plus haut, un fonds préfinancé au niveau des États membres. Les propositions formulées en son temps par le rapport Van Rompuy, visant à instaurer un fonds unifié de garantie des dépôts au niveau de l'UE ou de la zone euro, ne figurent plus à l'agenda politique.

Le MSU et le MRU constituent pour la zone euro une étape importante sur la voie d'une union bancaire à part entière, à l'instar des États-Unis. Cela favorise la stabilité financière, notamment en désamorçant l'interaction négative entre banques et gouvernements nationaux. L'union bancaire européenne n'est pas une copie conforme de son pendant américain, mais plutôt une construction sui generis, qui conserve de larges compétences au sein des autorités de contrôle nationales et des autorités de résolution. Certains aspects doivent par ailleurs encore faire l'objet de pourparlers, comme le fonds unifié de garantie des dépôts et le soutien budgétaire au fonds de résolution.

Si la réalisation d'une union bancaire est une pièce maîtresse de l'édifice, elle ne suffit pas en tant que telle à compléter définitivement le marché financier unique. D'autres domaines requièrent de poursuivre l'harmonisation des réglementations actuelles pour mieux intégrer les marchés financiers au sein de l'UE et parvenir ainsi à ce que les capitaux circulent librement vers leur destination optimale et à ce que les risques soient répartis par delà les frontières (*risk sharing*). Parallèlement, une intégration financière plus profonde serait de nature à renforcer le développement des marchés des capitaux, favorisant ainsi un meilleur équilibre des sources de financement et de la répartition des risques dans la zone euro, grâce à un recours accru aux sources de financement non bancaires. Ce partage des risques pourrait être complété par des transferts entre États membres reposant sur un budget au niveau de la zone euro, créant ainsi un mécanisme de mutualisation apte à tempérer l'incidence des chocs

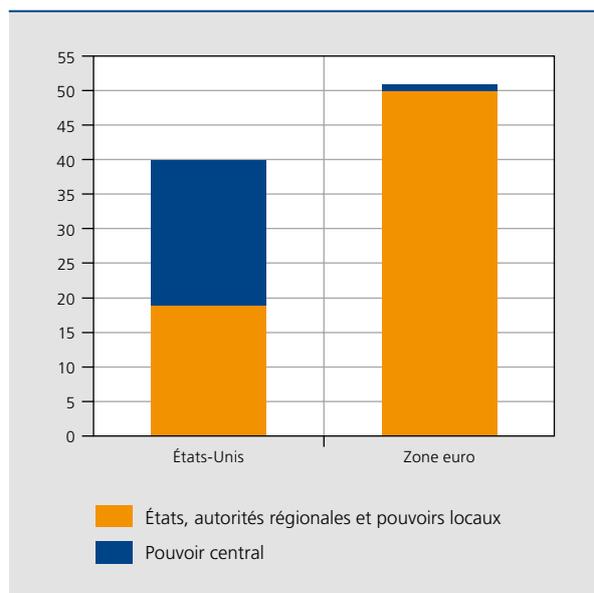
asymétriques spécifiques aux différents États (*fiscal risk sharing*). La partie suivante analyse l'union budgétaire aux États-Unis et les possibilités de consolider l'intégration budgétaire dans la zone euro.

3. L'union budgétaire

Les États-Unis sont parfois cités en exemple dans le débat en faveur d'un budget à part entière pour la zone euro, lequel permettrait d'absorber les chocs asymétriques et de renforcer la stabilité de l'Union dans son ensemble. La théorie des zones monétaires optimales (cf. ci-avant) plaide elle aussi en faveur de la mise en place d'un stabilisateur significatif qui agirait par la voie de transferts budgétaires au sein d'une union monétaire caractérisée par des marchés du travail rigides et une main-d'œuvre peu mobile.

Les États-Unis sont en effet dotés d'un budget fédéral considérable, qui s'élevait en 2012 à 21 % de leur PIB. Les dépenses et recettes du pouvoir central y sont supérieures à celles des États fédérés et des pouvoirs locaux. Le budget de l'UE ne représente quant à lui que 1 % du PIB, et il est financé à hauteur de 85 % par les contributions des États membres, tandis que ces derniers dépensent près de 50 % du PIB.

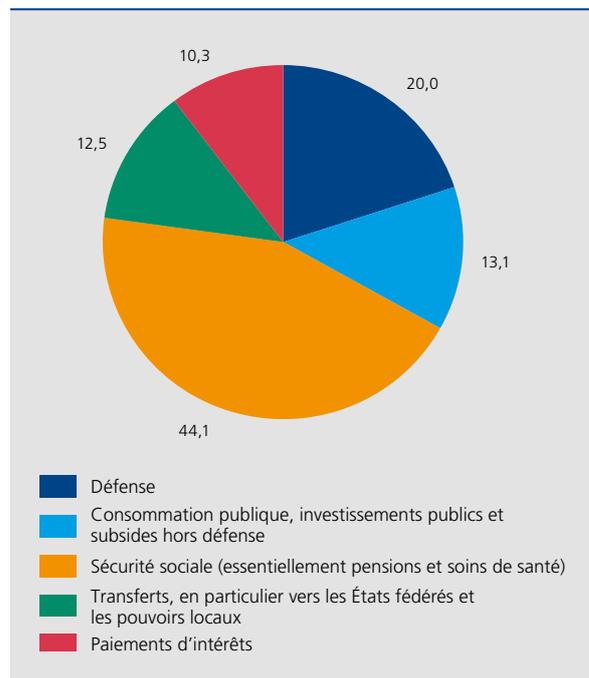
GRAPHIQUE 6 DÉPENSES PUBLIQUES AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB, 2012)



Sources : Base de données sur la décentralisation budgétaire de l'OCDE, calculs propres sur la base des versements de l'UE aux États membres.

(1) Pour la zone euro, les dépenses centrales n'incluent pas les mécanismes de crise (prêts bilatéraux à la Grèce, MESF, FESF, MES).

GRAPHIQUE 7 DÉPENSES DU POUVOIR FÉDÉRAL AUX ÉTATS-UNIS



Source : BEA.

Les dépenses fédérales américaines sont dans une large mesure consacrées au fonctionnement des services publics fédéraux, aux investissements publics et à la défense, mais elles visent pour la plupart à atténuer l'impact des chocs idiosyncratiques sur les États fédérés individuels. L'essentiel des allocations sociales, et notamment les pensions de base ainsi qu'une partie des dépenses de soins de santé, émanent en effet du pouvoir fédéral, qui dispose ainsi d'un important instrument d'absorption des chocs de revenu négatifs au niveau sous-fédéral. Ces dépenses sociales ne doivent ainsi pas être ajustées dans un État fédéré individuel en fonction des chocs économiques en vue d'en compenser l'incidence sur ses recettes et dépenses propres. Le paiement des allocations de chômage est certes assuré principalement par les États fédérés mais, si de graves chocs surviennent, ces régimes de chômage sont souvent complétés par des programmes ponctuels du pouvoir fédéral. Ainsi a été créé en 2008 le Emergency Unemployment Compensation Program pour les États fédérés affichant un taux de chômage particulièrement élevé. Les transferts du pouvoir fédéral aux États fédérés et aux pouvoirs locaux – les *grants-in-aid to state and local governments* – constituent un ensemble hétérogène de plus de cent programmes par lesquels le pouvoir fédéral cofinance les politiques locales et contribue donc à les déterminer.

Aux États-Unis, le fonctionnement des stabilisateurs automatiques par le jeu des dépenses de sécurité sociale constitue donc pour les États fédérés un mécanisme d'assurance contre les risques propres (*fiscal risk sharing*, c'est-à-dire partage des risques budgétaires).

Aux États-Unis, le partage des risques budgétaires passe toutefois d'abord et avant tout par les recettes publiques fédérales; celles-ci s'élèvent à environ 55 % des dépenses publiques consolidées totales. Le jeu des stabilisateurs automatiques permet aux agents économiques des États fédérés affectés par un choc négatif de réduire leur contribution au budget central, tandis que ceux des États fédérés dont la situation économique est plus florissante y participent relativement plus. Plus concrètement, les recettes du pouvoir fédéral américain proviennent avant tout de la composante fiscale la plus sensible à la conjoncture, à savoir les impôts sur le revenu (impôt des personnes physiques et impôt des sociétés), tandis que celles des États fédérés consistent surtout en taxes sur le chiffre d'affaires et, en partie, en impôt des personnes physiques et celles des pouvoirs locaux principalement en taxes sur les biens immobiliers.

En raison des règles d'équilibre budgétaire que la plupart des États fédérés américains ont instaurées, leur dette est restée inférieure à 25 % du PIB. La dette publique américaine qui, en 2013, atteignait 104,3 % du PIB, est dès lors essentiellement imputable au pouvoir fédéral.

L'Union européenne s'inscrit radicalement en contraste avec les États-Unis puisque seule une portion congrue des ressources budgétaires communautaires déjà bien maigres peut être consacrée à l'absorption des chocs asymétriques éventuels; c'est notamment le cas pour le Fonds européen d'ajustement à la mondialisation, dont les dépenses se chiffrent à 150 millions d'euros par an. La plus grande partie des dépenses de l'Union consistent en effets en transferts à l'agriculture, en transferts à long terme pour le développement régional et en subsides aux entreprises pour la R&D. Le budget de l'UE est financé à hauteur de moins de 15 % par des droits de douane et des droits agricoles et à près de 85 % par les contributions des États membres au prorata de leur part dans l'assiette fiscale de la TVA et dans le RNB de l'Union. Ce dernier élément est donc lié à l'évolution du PIB mais, compte tenu de la modestie du budget de l'UE et de l'éventualité d'une évolution asynchrone des contributions et du cycle conjoncturel, sa fonction stabilisatrice est limitée. La concentration des dépenses consacrées à la politique de cohésion dans les États membres plus pauvres et la participation accrue des États membres plus riches revient grosso modo à un transfert des États membres riches vers les États membres plus pauvres, mais qui est principalement déterminé par la

différence de niveau du PIB par tête, et les écarts dans le cycle conjoncturel n'influent par ailleurs nullement sur le niveau des transferts respectifs. La capacité d'absorption des chocs du budget de l'UE se limite donc à un faible effet de redistribution. Le budget de l'UE doit en outre toujours être en équilibre, et l'UE ne peut emprunter que pour couvrir un nombre restreint de dépenses spécifiques, comme dans le cadre du mécanisme de soutien financier des balances des paiements. Les âpres négociations récemment menées entre les États membres (en particulier entre les payeurs nets et les autres) ainsi qu'entre le Conseil et le Parlement européen à propos du budget pluriannuel (cadre financier pluriannuel ou CFP) ont clairement montré que les États n'étaient pas disposés à ce stade à renforcer la solidarité entre eux en recourant à ce budget. La question des contributions anticycliques pourrait néanmoins éventuellement être prise en compte à l'occasion de la révision à mi-parcours du CFP ainsi que dans le cadre du débat consacré à l'instauration, en 2016, de ressources propres plus importantes pour l'Union.

Certes, la zone euro s'est dotée de mécanismes de crise qui lui ont permis, grâce à des prêts bilatéraux (programme d'aide à la Grèce), au budget de l'UE (MESF), à des garanties publiques (FESF) ou encore à une participation au capital (MES), d'accorder une assistance financière à des États membres en difficulté pour un montant correspondant à quelque 4 % du PIB de la zone euro. Un aspect essentiel du partage des risques (budgétaires) réside toutefois dans son caractère ex ante, qui répartit les charges d'un choc asymétrique entre les États membres et qui doit guider les marchés financiers dans leur évaluation des risques avant même que ne se matérialisent les scénarios défavorables de propagation des risques.

Si l'existence de ces fonds d'assistance représente bel et bien un progrès par rapport à la situation qui prévalait au début de la crise de l'euro, puisqu'il est aujourd'hui possible d'intervenir plus rapidement, ils ne peuvent donc pas se substituer aux mécanismes ex ante de partage des risques budgétaires.

La protection contre les chocs idiosyncratiques par le jeu des transferts de ressources budgétaires des pouvoirs publics ne doit pas nécessairement être très volumineuse. Le partage des risques budgétaires aux États-Unis ne représenterait ainsi que quelque 15 points de pourcentage d'un partage des risques total d'environ 80 % (Allard et al., 2013). Les marchés financiers assureraient l'essentiel de la protection des revenus contre les risques. C'est toutefois sans compter le fonds fédéral de résolution des défaillances bancaires et les autres mécanismes de soutien budgétaire qui peuvent éventuellement être mis en œuvre pour sauver des banques locales en période de crise. Dans

la zone euro, le FMI estime que le partage des risques total est nettement plus modeste, à 40 % seulement (par analogie, également hors FRU). Le partage des risques budgétaires y est pour ainsi dire inexistant. La protection contre les chocs de revenu par les marchés des capitaux y est moindre qu'aux États-Unis et, pour autant que les marchés financiers offrent une protection contre les chocs de revenu, celle-ci passe surtout par les marchés du crédit (activité bancaire transfrontalière). Comme l'a montré la récente crise de la dette dans la zone euro, ce canal de partage des risques est moins stable, les marchés du crédit internationaux ayant tendance à se tarir en période de turbulences.

Une union bancaire effective, dotée d'un mécanisme de soutien budgétaire crédible et accompagnée de marchés européens des capitaux fonctionnant correctement peut déjà largement contribuer à réduire et à absorber les chocs asymétriques, permettant ainsi tant de comprimer les risques que de les répartir (Geeroms et Karbownik, 2014). Cela diminue la probabilité que le budget d'un État membre ne doive supporter seul un choc financier exceptionnellement sévère, tel celui de 2008.

En outre, les règles du pacte de stabilité et de croissance, telles qu'elles figurent également dans le traité sur la

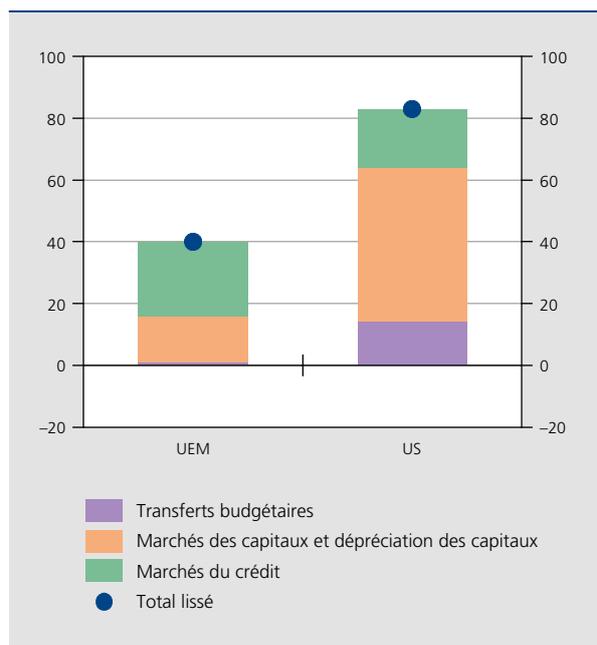
stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'union économique et monétaire, dégagent une marge de manœuvre importante en faveur d'une politique budgétaire anticyclique, à condition que ces règles soient appliquées et que les États membres s'approchent donc de leur objectif à moyen terme d'un équilibre ou d'un excédent structurel et que leur dette publique emprunte une trajectoire soutenable. Ce faisant, les États membres peuvent donc se constituer un matelas pendant les années de vaches grasses en prévision des années de vaches maigres. Néanmoins, nombreux sont ceux qui estiment qu'il pourrait toujours être recommandable de disposer à titre complémentaire d'un mécanisme de partage des risques budgétaires (*fiscal risk sharing*), par exemple en transférant une partie de la politique budgétaire nationale à l'échelle européenne afin que le fonctionnement des stabilisateurs automatiques ne se limite plus au niveau national mais puisse tenir compte des effets de contagion de la politique budgétaire à d'autres États membres. C'est souvent là que réside la principale raison d'être du partage des risques budgétaires: il s'agit d'endiguer la propagation aux autres États membres des effets néfastes d'un choc asymétrique, plutôt que de répondre à des considérations en matière de solidarité entre États.

Ce type de mécanisme peut en principe contribuer à stabiliser davantage l'Union. Le rapport Van Rompuy propose lui aussi une «capacité budgétaire» (*fiscal capacity*). Un certain nombre de suggestions concrètes ont été formulées à cet égard⁽¹⁾: certaines ont avancé l'idée d'un fonds dans lequel pourraient puiser les États membres subissant un choc négatif et qui serait préfinancé soit par tous les États membres («Rainy Day Fund», Tommaso Padoa-Schioppa Group, 2012) soit uniquement par ceux qui transgressent les règles budgétaires (Mayer et Gros, 2010). Une autre idée concerne un système en vertu duquel les États membres dont le taux de chômage serait inférieur au niveau structurel verseraient une partie de leurs allocations de chômage à des pays touchés par un choc négatif qui aurait entraîné son taux de chômage au-delà du niveau structurel. Ce type de système ne donnerait normalement pas lieu à des transferts permanents, mais il serait budgétairement neutre sur l'ensemble du cycle conjoncturel (Trésor-Éco, 2014).

Deux conditions importantes doivent être remplies pour qu'un mécanisme de partage des risques budgétaires fonctionne et soit politiquement envisageable.

Tout d'abord, il faut empêcher qu'une politique de mauvais aloi (*bad policy*) ne soit récompensée par des

GRAPHIQUE 8 PARTAGE DES RISQUES PAR LE JEU DES MARCHÉS FINANCIERS OU PAR L'INTERVENTION DES POUVOIRS PUBLICS (pourcentage d'un choc de revenu qui sont absorbés)



Source : FMI.

(1) Cf. Wolff (2012) pour en avoir un bon aperçu.

transferts. Autrement dit, il faut autant que possible éviter l'aléa moral (*moral hazard*). Les assurances qu'on prévoit doivent se limiter aux cas de malchance (*bad luck*). Cela vaut pour tous les domaines. S'agissant de la politique budgétaire, deux options sont envisageables pour imposer une discipline budgétaire.

La première consiste en une attitude crédible de non-assistance (*no bail-out*) et en une discipline budgétaire imposée par les marchés financiers. L'expérience des États-Unis a toutefois montré que certaines conditions doivent être remplies pour que le bon fonctionnement des règles de non-assistance comme base de la discipline budgétaire au niveau sous-fédéral soit garanti. Ainsi, ces règles ne seront crédibles pour les marchés financiers que si les effets de contagion potentiels à d'autres États, de même que la nécessité d'une aide financière ex post émanant du centre et des autres États, restent aussi limités que possible. Cela suppose que, même si un État se retrouve à court de moyens de financement et n'est plus en mesure d'honorer ses engagements, la stabilité financière ne soit pas menacée et que, de surcroît, la population locale continue de bénéficier d'un minimum de services publics et d'allocations sociales, de sorte que les coûts économiques, financiers et sociaux de la crise restent contrôlables. Selon le FMI, le partage des risques budgétaires instauré entre le pouvoir fédéral et les États fédérés constitue justement, contrairement à la zone euro, la base de la crédibilité de la règle de non-assistance aux États-Unis. En outre, le principe de non-assistance y a déjà été appliqué de manière effective⁽¹⁾. La plupart des États fédérés américains ont par ailleurs inscrit des règles d'équilibre budgétaire (*balanced budget*) dans leur législation afin d'achever de convaincre les marchés financiers de leur solvabilité. Un tel mécanisme requiert toutefois un budget central relativement important ainsi qu'une intégration politique poussée, ce qui, dans un État-nation comme les États-Unis, est bien entendu plus aisé à réaliser que dans la zone euro.

La seconde option est que le pouvoir central impose des règles et puisse également les faire dûment respecter. Au sein de l'UE, on pourrait même envisager un ministre des Finances pour la zone euro (Trichet, 2011) ou un commissaire au Budget (Schäuble, 2012). Cette option requiert toutefois un large transfert de souveraineté des États membres et soulève des questions de légitimité démocratique. Une intégration politique accrue est de mise

(1) C'est ainsi qu'au début du XIX^e siècle, les États se sont mis à emprunter à grande échelle, s'endettant dès lors lourdement. Supposant que leur dette était implicitement garantie par la Fédération, nombre d'États ont demandé à être renfloués par le pouvoir fédéral. Le Congrès n'a toutefois pas accédé à cette requête et, en 1840, plusieurs États se sont vus dans l'incapacité d'honorer leurs engagements et ont été contraints de prendre de pénibles mesures d'ajustement (Cf. Bordo et al., 2011).

à ce propos. Une autre possibilité est un contrôle strict, par une institution indépendante, des règles centralisées. Ces dernières années, la gouvernance économique de l'Union a déjà fait l'objet d'une révision en profondeur, notamment avec le « Six-Pack » et le « Two-Pack ». Dans ce cadre, la CE s'est déjà vu attribuer un rôle plus important dans le contrôle des règles budgétaires et dans la nouvelle procédure de prévention des déséquilibres macroéconomiques. Le Conseil a toutefois conservé une voix prépondérante dans le processus décisionnel. L'attribution de compétences accrues à une institution indépendante pourrait favoriser l'efficacité de ces deux procédures et limiter le risque d'une politique de mauvais aloi.

Ensuite, la deuxième grande condition d'un mécanisme de partage des risques budgétaires est d'éviter une union de transferts permanents (*Transfer Union*). Il faut que la redistribution permanente des revenus ne puisse s'effectuer que dans des limites bien définies. La redistribution des revenus par l'entremise de la politique de cohésion européenne en est un exemple : il s'agit d'un montant limité, fixé par l'ensemble de l'UE dans le CFP et dans le budget annuel, et les transferts sont assortis de conditions liées aux dépenses et au cofinancement ; la CE prévoit en outre un suivi et une évaluation.

Dans ce contexte, il s'avère surtout difficile, dans différents domaines, de déterminer ce qu'il faut entendre par « politique de mauvais aloi » et par « malchance ». Les solutions trop simples ont souvent montré leurs limites. C'est ainsi que la proposition française de régime d'assurance-chômage essaie d'opérer cette distinction en se fondant uniquement sur la partie cyclique – qu'on suppose être la conséquence de la malchance – du chômage pour le versement commun des allocations de chômage ; la part des allocations de chômage liée au chômage structurel est le fruit d'une politique de mauvais aloi (par exemple un marché du travail trop peu flexible) et continue d'être financée à l'échelle nationale. Or, différentes méthodes sont possibles pour définir les composantes cyclique et structurelle, et cette question doit d'abord faire l'objet d'un consensus.

Conclusion

La présente étude a comparé la zone euro aux États-Unis afin de tirer des leçons en vue de la finalisation de l'UEM. Les États-Unis satisfont mieux, quoiqu'imparfaitement, aux critères d'une ZMO, et ils n'ont pas été touchés par la crise de la dette qui a frappé la zone euro, notamment parce qu'ils disposent d'institutions fédérales qui n'ont guère leur équivalent dans l'UEM.

La stabilité de la zone monétaire qu'est la zone euro pourrait tout d'abord s'améliorer si les États membres remplissaient mieux les critères d'une zone monétaire optimale, qui requièrent une plus grande flexibilité des marchés des biens et du travail, ainsi qu'un renforcement de la mobilité régionale du travail. En outre, il faut poursuivre la consolidation du marché unique et prévenir les déséquilibres économiques qui peuvent générer des effets de contagion aux autres États membres. En l'absence d'une politique économique commune comme aux États-Unis, une coordination contraignante de la politique nationale est primordiale. Les instruments nécessaires pour atteindre cet objectif existent depuis quelques années; le « Six-Pack » et le « Two-Pack » peuvent éventuellement encore être affinés, mais il importe maintenant avant tout de mettre effectivement en pratique les recommandations spécifiques aux pays, conformément au semestre européen. Il s'agit d'un problème d'*ownership* et de responsabilité politique pour la stabilité et la prospérité de chaque État membre comme de l'ensemble de l'Union.

Il est essentiel d'éviter toute répétition de la crise européenne de la dette de 2010. Cela suppose en priorité l'achèvement de l'union bancaire. De grands progrès ont été réalisés à cet égard grâce au mécanisme de surveillance unique et à l'évaluation complète des banques qui en relèvent, de même qu'avec la mise sur pied du mécanisme de résolution unique. Une modification du traité permettrait toutefois à la fois de séparer totalement les deux missions de la BCE que sont la politique monétaire et le contrôle prudentiel et d'inclure le secteur des assurances dans la surveillance commune. Le mécanisme de résolution doit être complété par la mise en œuvre du soutien budgétaire, et le troisième pilier de l'union bancaire, à savoir un système commun de garantie des dépôts, peut contribuer à éviter des chocs financiers négatifs dans la zone euro. L'approfondissement des marchés financiers, selon le principe de la libre circulation des capitaux, doit également se poursuivre, avec l'élaboration d'une véritable union des capitaux, en complément de l'union bancaire. Il faut donc que le financement de l'économie passe, comme aux États-Unis, davantage par des canaux non bancaires, ce qui nécessite notamment de rationaliser encore la législation nationale et de créer de nouveaux instruments financiers, soumis à un contrôle adéquat et qui, notamment grâce à une information suffisante des investisseurs potentiels, peuvent faciliter le financement

des PME. De cette manière, le nécessaire partage des risques entre les États membres passera davantage par les canaux financiers et moins par des transferts budgétaires, lesquels soulèvent de surcroît des difficultés politiques au sein de l'UE.

Pour ce qui est de la part restante et nécessaire du partage des risques, la mutualisation de la dette est importante aux États-Unis, et le budget fédéral peut y contribuer à absorber les chocs économiques. C'est toutefois l'aboutissement de deux siècles d'intégration politique, si on remonte à la création par Hamilton de la première dette publique fédérale. La zone euro a directement mis en œuvre, avec succès, sa politique monétaire commune, mais on ne peut pas s'attendre aujourd'hui à ce que les 18 États-nations européens engrangent, en un laps de temps relativement court, des avancées suffisantes pour réaliser une union politique, assurément nécessaire pour l'émission d'une dette commune et pour la conclusion d'un accord sur un budget significatif pour la zone euro, ou sur tout autre mécanisme d'absorption des chocs.

L'émission d'une dette commune constitue la panacée pour plus d'une maladie de la zone euro, et elle élargirait en outre l'éventail d'instruments de politique monétaire mais, tout comme les transferts, elle génère un problème d'aléa moral et rend difficile la distinction à opérer entre politique de mauvais aloi et malchance. Aussi longtemps que ces problèmes ne seront pas résolus de manière convaincante, on peut s'attendre à ce que ces instruments demeureront politiquement tabous. Une mise en œuvre rigoureuse des recommandations émises dans le cadre du semestre européen peut favoriser la convergence économique entre les pays, de même qu'elle pourrait élargir l'assiette politique disponible pour inciter les États membres plus nantis à convenir de l'un ou l'autre mécanisme de solidarité. Les unions monétaires disposent d'un budget central parce que ce sont également des unions politiques; la zone euro constitue une exception à cette règle historique. Elle est capable de survivre sans budget fédéral: les marges incluses dans les règles budgétaires européennes permettent, pour autant qu'on les respecte en période de bonne comme de mauvaise conjoncture économique, d'absorber les chocs économiques par le jeu des budgets nationaux, chose à laquelle contribuera largement une union bancaire et des capitaux fonctionnant correctement.

Bibliographie

- Afonso A. et D. Furceri (2008), « EMU enlargement, stabilisation costs and insurance mechanisms », *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 169-187.
- Allard C. et al. (2013), *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion, Note 1309, September.
- Alvarez L.J. et al. (2005), *Sticky prices in the euro area, A summary of new micro evidence*, ECB Working Paper No 563, December.
- Asdrubali P., B.E. Sorensen et O. Yosha (1996), « Channels of interstate risk sharing : United States 1963-1990 », *The Quarterly Journal of Economics*, 111(4), November, 1081-1110.
- Balli F. et B. E. Sorensen (2007), *Risk sharing among OECD and EU countries: The role of capital gains, capital income, transfers, and saving*, MPRA Working Paper No 10223, December.
- BCE (2013), *Intégration financière en Europe*, avril.
- BCE (2014), *Intégration financière en Europe*, avril.
- BCE (2013), « Liens commerciaux intra-zone euro et ajustement externe », *Bulletin mensuel*, janvier, 59-74.
- Bordo M. D., A. Markiewicz et L. Jonung (2011), *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, NBER Working Paper No 17380, September.
- Buch C. M. (2000), *Financial market integration in the US: lessons for Europe?* Kieler Arbeitspapiere 1004, September.
- Coene L. et G. Langenus (2013), « Belgium : Promoting Fiscal Discipline in a Federal System », in George Kopits, *Restoring Public Debt Sustainability*, Oxford University press, December.
- Corsetti G. (2008), *A modern reconsideration of the theory of OCA*, EC, Economic Papers 308, February.
- De Grauwe P. (2011), *The governance of a fragile eurozone*, KULeuven and CEPS, April.
- de Sola Perea M. et Ch. Van Nieuwenhuyze (2014), « Intégration et fragmentation financières dans la zone euro », BNB, *Revue économique*, juin, 109-138.
- Dickens W.T. et al. (2007), « How Wages Change : Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project », *Journal of Economic Perspectives*, Spring.
- Draghi M. (2014), *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement, Strasbourg, 14 June.
- EC (2012), *A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union – Launching a European Debate*, November.
- EC (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by the President of the European Council, in collaboration with the Presidents of the EC, the Eurogroup and the ECB, December.
- EC (2014), *Communication to the European Parliament and the Commission on Long term Financing of the European economy*, 27 March.
- ECB (2011), *Remarks at the farewell event*, speech Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main, 19 October.

- ECB (2013), *Banking Structures Report*, November.
- Eichengreen B. (2014), *The eurozone crisis: the theory of optimum theory bites back*, Notenstein White Papers, March.
- Epstein R. et M. Rhodes (2014), *International in Life, National in Death? Banking Nationalism on the Road to Banking Union*, Paper prepared for the ECPR meeting in Salamanca, 10-15 April.
- Feld L. P., J. Haucap, W. Möschel, V. Wieland et B. U. Wigger (2012), *Wie viel Koordinierung braucht Europa?*, Stiftung Marktwirtschaft, Kronberger Kreis Studien 55.
- Furceri D. et A. Zdzienicka (2013), *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, IMF Working Paper No 198, September.
- Gakova Z. et Lewis Dijkstra (2008), *Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA*, EU Regional Policy, Note 02.
- Geeroms H. (2009), *The Idea of a European Debt Agency*, Commemorative Book for the 80 Years Jubilee of Roman Głowacki, 116-123.
- Geeroms H., W. Moesen et S. De Corte (2011), *The European Union at a crossroads: an action plan*, CES, December.
- Geeroms H., S. Ide et F. Naert (2014), *The European Union and the Euro. How to Deal with a Currency Built on Dreams*, Intersentia.
- Geeroms H. et P. Karbownik (2014), *How to complete the EU's Banking Union?*, Bulletin de documentation Finances, 1^{er} trimestre, n° 1.
- Ghironi F. et V. Stebunovs (2010), *The domestic and international effects of interstate US banking*, Boston College Working Papers in Economics, 765.
- Gros D. (2013), « Banking Union rather than Fiscal Union », *Visions for Economic Policy Coordination in Europe*, June, 63–71.
- Guntram B.W. (2012), *A Budget for Europe's Monetary Union*, Bruegel Policy Contribution, December.
- Kalemli-Ozcan S., E. Luttini et B. Sorensen (2014), « Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns », *Scandinavian Journal of Economics*, 116(1).
- Kaminsky G. (2005), *International Capital Flows, Financial Stability and Growth*, DESA Working Paper 10.
- Kenen P. (1969), « The Optimum Currency Area: An Eclectic View », in R.A. Mundell and A.K. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
- Lane P. (2013), *Capital flows in the Euro area*, EC, Economic Paper 497, April.
- Laubach T. (2005), *Fiscal Relations Across Levels of Government in the United States*, OECD Economics Department, Working Paper 462.
- Mc Kinnon R. (1963), « Optimum Currency Areas », *American Economic Review* 52.
- Mayer Th. et D. Gros (2010), *Towards a Euro(pan) Monetary Fund*, CEPS Policy Briefs, 17 May.

- Mongelli F.P. (2008), *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*, EC Economic Paper 302, February.
- Morgan D., B. Rime et Ph. E. Strahan (2004), *Bank integration and state business cycles*, Stockholm Institute for Financial Research, SIFR Research Report Series 30.
- Nouy D. (2014), Interview avec Der Spiegel, 30 June.
- Ong Li L. et C. Pazarbasioglu (2013), *Credibility and Crisis Stress Testing*, IMF Working Paper 178, August.
- Pisany-Ferry J., E. Vihriälä et G. B. Wolff (2013), *Options for a Euro-area fiscal capacity*, Bruegel, 10 January.
- Rockoff H. (2000), *How long did it take the United States to become an optimal currency area?*, NBER Historical Paper 124, April.
- Sapir A. et G. B. Wolff (2013), *The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system*, Note presented at the informal ECOFIN, Vilnius, 14 September.
- Schäuble W. (2012), *Zukunft der Währungsunion: Masterplan für den Euro*, Spiegel online, 16 October.
- Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012), *Completing the Euro: a Roadmap Toward fiscal Union in Europe*, 26 June.
- Trésor-Eco (2014), *Une assurance chômage pour la zone euro*, lettre 132, juin.
- Trichet J.C. (2011), *Two continents compared*, Speech at the ECB and its Watchers XIII Conference, 10 June.
- Van Beers N. et al. (2014), *Cross-country insurance mechanisms in currency unions: an empirical assessment*, Bruegel Working Paper 04, March.
- Weidmann J. (2014), Speech to the German-British Chamber of Commerce Annual Dinner, London, 23 July.
- Wolff B. G. (2012), *A budget for Europe's monetary union*, Bruegel policy contribution, 3 December.

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise : 0203.201.340
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be

Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustrations : Banque nationale de Belgique

Couverture et mise en page : BNB AG – Prepress & Image

Publié en septembre 2014