



REVUE D'ANALYSE COMPARÉE EN ADMINISTRATION PUBLIQUE

www.telescope.enap.ca

Vol. 20, n° 1, 2014

SORTIE DE CRISE

« L'Europe : quelle sortie de crise? »

Par *Thierry Warin*

Pour citer cet article :

Warin, T. (2014). « L'Europe : quelle sortie de crise? », *Télescope*, vol. 20, n° 1, p. 24-40,

www.telescope.enap.ca/Telescope/docs/Index/Vol_20_no_1/Telv20_no1_Warin.pdf

DÉPÔT LÉGAL

BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES NATIONALES DU QUÉBEC, 2014

BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES CANADA, 2014

ISSN 1929-3348 (en ligne)

Le choix des thèmes et des textes de *Télescope* fait l'objet d'une réflexion collégiale de la part des membres de L'Observatoire. Avant publication, tout article est soumis à un comité composé d'universitaires qui évalue son acceptabilité. En cas de controverse sur un article ou sur une partie d'un article, l'auteur est avisé. La révision linguistique est obligatoire. Elle est assurée par les services spécialisés de l'ENAP. La reproduction totale ou partielle de *Télescope* est autorisée avec mention obligatoire de la source. Les professeurs d'établissements d'enseignement ne sont pas tenus de demander une autorisation pour distribuer des photocopies.

Les numéros réguliers de la revue *Télescope* sont indexés dans EBSCO, Repère et Érudit (www.erudit.org/revue/telescope)

Télescope bénéficie du soutien financier de l'ENAP et du gouvernement du Québec.

INFORMATION ET ABONNEMENTS

eve.cloutier@enap.ca | 418 641-3000, poste 6574 | www.telescope.enap.ca

L'EUROPE : QUELLE SORTIE DE CRISE?

Par Thierry Warin, Professeur agrégé, HEC Montréal¹

thierry.warin@hec.ca

RÉSUMÉ La crise européenne est souvent présentée comme une crise des dettes souveraines. En réalité, les dettes ne sont que le reflet d'une conjonction de phénomènes beaucoup plus profonds. La crise des dettes souveraines est le résultat de la crise financière de 2008, mais aussi la révélation de faiblesses structurelles importantes dans la gouvernance européenne. Si l'Europe voit des signes positifs quant à la sortie de crise, il s'agit de la sortie de la crise financière; il reste à voir s'il s'agit aussi de la sortie de la crise structurelle.

ABSTRACT The current European crisis is often presented as a sovereign debt crisis. However, the national public debts are a consequence of a deeper issue. They are the result of the financial crisis of 2008, as well as the evidence of important weaknesses in the institutional framework of the European governance. If Europe is currently seeing positive signs of recovery, the question is to know whether we are talking about the recovery from the financial crisis or from the structural weaknesses.

¹ L'auteur voudrait remercier le CIRANO pour son soutien. Les erreurs et omissions restent les siennes.

En octobre 2013, l'agence de notation Fitch a réévalué la note de l'Espagne de « négative » à « stable ». Il semble que des signes précurseurs de sortie de crise font surface, et l'Espagne semble voir le bout du tunnel. Au même moment, l'ancien président de la Banque centrale européenne (BCE), Jean-Claude Trichet, annonçait que l'Espagne était « plus compétitive que la France et l'Italie » (Garcia, 2013). L'Espagne a en effet dégagé un excédent commercial au premier semestre 2013, chose unique depuis 1971.

Oui, l'Europe montre des signes de sortie de crise. Mais il faut savoir de quelle crise il s'agit. L'Europe vien seulement de s'engager dans la voie de la sortie de la crise financière et a encore de sérieux défis à relever (par exemple, le refinancement des dettes reste problématique), mais la crise de la gouvernance européenne n'est pas réglée, malgré quelques progrès (comme le mécanisme européen de stabilité).

TABLEAU 1 : DÉFICITS PUBLICS (% DU PIB)

PAYS	2014*	2013*	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Union européenne 27 pays	-3,22	-3,39	-3,98	-4,44	-6,52	-6,87	-2,43	-0,90	-1,48	-2,46
Zone euro 12 pays	-2,75	-2,88	-3,71	-4,14	-6,21	-6,36	-2,13	-0,68	-1,35	-2,52
Allemagne	0,02	-0,16	0,15	-0,78	-4,14	-3,08	-0,08	0,24	-1,64	-3,32
Irlande	-4,35	-7,48	-7,62	-13,38	-30,85	-13,87	-7,36	0,08	2,92	1,66
Grèce	-2,63	-3,83	-9,99	-9,51	-10,68	-15,63	-9,81	-6,46	-5,74	-5,46
Espagne	-7,04	-6,53	-10,64	-9,44	-9,67	-11,18	-4,50	1,92	2,37	1,27
France	-4,24	-3,93	-4,83	-5,27	-7,06	-7,54	-3,33	-2,73	-2,33	-2,92
Italie	-2,48	-2,89	-3,04	-3,80	-4,46	-5,50	-2,71	-1,63	-3,43	-4,45
Portugal	-3,97	-5,49	-6,41	-4,41	-9,82	-10,16	-3,63	-3,15	-4,61	-6,53
Royaume-Uni	-6,31	-6,84	-6,34	-7,83	-10,20	-11,47	-5,07	-2,79	-2,71	-3,42

*Prévision

Source : Eurostat

Pour reprendre une expression devenue célèbre, « l'Homme malade de l'Europe », c'est l'Europe elle-même. Des avancées avaient été faites avant 2008, mais trop lentement. Sur le front des progrès, nous pouvons noter un contrôle des déficits publics pratiquement dans les canons des règles européennes (Tableau 1). Cependant, la crise financière a contraint les pays à utiliser leurs politiques budgétaires pour aider leurs économies malades. Tous les efforts qui avaient été faits avant la crise ont été balayés par cette dernière. La crise de 2008 a eu pour effet de mettre en lumière les fondations fragiles de l'Europe ainsi que les hypothèses implicites qui avaient été émises et sur lesquelles reposait le succès de l'intégration européenne.

L'Europe a été frappée par la crise de 2008 de la même façon que les États-Unis. Cependant, elle a eu des impacts plus dramatiques en Europe en raison de la complexité de l'architecture institutionnelle de cette dernière : d'un côté, l'Union européenne (UE) qui concentre le pouvoir de décision, de l'autre, la zone euro qui n'a pas d'influence en dehors des institutions de l'UE mais qui est soumise à de fortes contraintes économiques par rapport aux autres pays de l'UE. Cette dichotomie, qui a exacerbé la crise de 2008, est une fragilité et le fruit de l'histoire de l'intégration européenne. Pour répondre aux pressions des marchés financiers, l'Europe va s'équiper de nouvelles solutions qui renforcent la zone euro et réduisent cette dichotomie. Est-ce suffisant pour protéger la zone euro de futures crises? Dans ce qui suit, nous allons expliquer les particularités de la crise de 2008, comment elle se

transforme en crise des dettes souveraines, pourquoi l'intégration européenne est à deux vitesses (UE et zone euro), les problèmes de coordination des politiques économiques, le cadre institutionnel encadrant les politiques budgétaires et enfin les réformes récentes du cadre institutionnel européen.

■ LA CRISE DE 2008

La crise de 2008 est la plus importante crise financière depuis celle de 1929. Bien plus, c'est en réalité la première crise majeure de l'ère de la finance moderne. En vérité, si l'on fait remonter la finance moderne aux travaux précurseurs de Markowitz (1952), la crise de 2008 est la première et la plus importante de l'ère moderne. La comparer à celle de 1929 est un raccourci car si elles présentent des similitudes – notamment sur l'amplitude de l'explosion de la bulle spéculative – elles sont néanmoins de nature différente. En effet, la crise de 2008 est une crise de complexité des marchés financiers menant à l'opacité (Warin et Prasch, 2013). Une autre différence a trait à leurs conséquences respectives et à leur gestion : les outils économiques pour gérer la crise de 2008 ont été beaucoup plus efficaces que ceux utilisés pour gérer celle de 1929 dont les répercussions se sont fait ressentir plus lourdement.

La nature de la crise de 2008 est aussi différente car elle a débuté par une titrisation de prêts hypothécaires, ce qui constituait une nouveauté, qui a eu un effet endogène intéressant. La titrisation permet de créer l'illusion que les prêts hypothécaires garantis par les biens immobiliers sont sûrs. En retour, la titrisation accroît l'attrait des biens immobiliers dont la valeur ne cesse d'augmenter dans les années 2000.

Avec cette augmentation des prix des biens immobiliers et les rendements assurés aux propriétaires, la titrisation devient de plus en plus intéressante. Le cercle vertueux est enclenché. Les propriétaires n'ont même plus besoin de revenus issus du travail pour obtenir un prêt hypothécaire car le rendement généré par la prise de valeur de leur bien immobilier va servir à rembourser les prêts hypothécaires servant à acheter ce même bien immobilier par le mécanisme de refinancement des prêts. La recette miracle semblait avoir été trouvée; le mouvement perpétuel venait d'être découvert en économie. En réalité, une bulle était en train de se développer.

Évidemment, lorsque les taux de défaut de remboursement des prêts hypothécaires ont commencé à augmenter au-delà de ce que les analystes considéraient comme sûrs, alors le mouvement de balancier s'est amorcé et la tendance s'est inversée. Toutes les banques qui détenaient des titres garantis par des biens immobiliers ont voulu les revendre. Les prix ont chuté et les avoirs des banques ont commencé à baisser drastiquement. Bear Sterns a été attaquée, suivie par Lehman Brothers en septembre 2008. La crise immobilière aux États-Unis s'est transformée en une crise financière à Wall Street et s'est ensuite propagée aux pays dont les banques avaient acheté ces produits financiers basés sur l'immobilier américain.

Le poids du système bancaire européen dans l'économie mondiale explique presque à lui seul ce pourquoi les banques européennes se sont trouvées très exposées et même davantage que les banques américaines. Le risque créé et amplifié par le marché immobilier aux États-Unis qui est un « risque spécifique » est en fait devenu un « risque systémique ». Ce dernier met la pression sur la stabilité du système financier international. Pour cette raison, les gouvernements ont dû intervenir pour garantir la stabilité du système

bancaire et en même temps absorber les effets économiques directs de la crise au moyen des stabilisateurs automatiques.

■ LA CRISE DES DETTES SOUVERAINES

Sans surprise, les déficits publics se sont creusés. L'augmentation radicale des déficits publics a en fait exacerbé l'angoisse des marchés financiers; celle-ci était la conséquence naturelle de l'augmentation anticipée des taux d'intérêt. En effet, l'accroissement des déficits publics aurait dû être accompagné d'une augmentation des taux d'intérêt pour faire face à cette nouvelle demande de capitaux. À cette hausse naturelle s'est aussi ajoutée une hausse des primes de risque sur les pays. Ceci est nouveau depuis la création de l'euro. En effet, si les primes de risque des pays étaient différentes avant l'euro, cela était dû au fait que les politiques budgétaires – c'est-à-dire leur stabilité et les besoins de financement – étaient différentes en fonction des pays. Les marchés financiers jouaient leur rôle en associant un niveau de prime de risque à un pays en relation avec son risque de faire défaut.

Avec la création de l'euro, les marchés financiers en sont venus à conclure que les risques pays n'étaient plus des « risques spécifiques » mais que, dorénavant, tous les pays étaient solidaires. En conclusion, le seul risque qui restait était le « risque systémique », c'est-à-dire le risque d'effondrement de l'euro. Cependant, comme il n'existe pas d'obligations européennes, la prime de risque associée à l'euro ne s'applique pas à l'échelon européen, mais aux dettes de chaque pays. Ainsi, tous les États, de l'Allemagne à la Grèce, se sont vu appliquer quasiment le même taux de couverture de la prime de risque. Nous avons alors observé une convergence des taux obligataires et des taux de financement ainsi qu'un refinancement de la dette des pays. Dans ce contexte, la Grèce, par exemple, a pu refinancer sa dette à moindres frais. Les pays très endettés ont plutôt bien utilisé ces nouvelles opportunités de refinancement et, au lieu de s'en servir pour maintenir leur dette à un niveau élevé voire même l'augmenter avec de l'argent « facile », ont en réalité travaillé à faire baisser leur niveau d'endettement pour se rapprocher des niveaux du Traité de Maastricht.

Le tableau 2 expose les dettes publiques de l'UE et de la zone euro dans une perspective internationale. Il est intéressant de noter que le montant des dettes publiques du Japon et des États-Unis semble a priori beaucoup plus alarmant que celui de l'UE ou de la zone euro. Si l'attention est aujourd'hui tournée vers la crise des dettes souveraines en Europe, c'est qu'il y a autre chose dans la perception de la santé économique de l'Europe que la seule économie européenne. Il faudra sans doute regarder du côté des fondations et de la gouvernance de l'Europe.

TABLEAU 2 : COMPARAISON INTERNATIONALE DES DETTES PUBLIQUES (% DU PIB)

PAYS	2014*	2013*	2012	2011	2010	2006	2005
Union européenne 27 pays	90,55	89,75	86,87	83,07	80,20	74,58	62,25
Zone euro 17 pays	96,02	95,49	92,67	88,01	85,59	80,00	70,23
États-Unis	111,34	110,63	107,56	103,10	98,73	89,55	75,93
Japon	242,86	243,57	237,46	232,03	215,02	210,25	191,81

*Prévision

Source : Eurostat.

Le tableau 3 présente les dettes publiques des 28 pays européens, dont celles des pays les plus à risque : Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne. Certains éléments sont intéressants : 1) les dettes de l'Irlande et de l'Espagne avant la crise étaient nettement inférieures à la limite imposée par le Pacte de stabilité et de croissance (60 %) et les dettes du Portugal et de l'Italie étaient en phase de réduction depuis la fin des années 1990; et 2) la Grèce en particulier avait fait des efforts importants depuis son entrée dans l'euro pour diminuer son niveau d'endettement. Dans ce contexte, il est facile de comprendre les tensions sociales en Grèce. En effet, les Grecs ont l'impression d'avoir fait des sacrifices, et qu'il leur est demandé de payer pour une crise qui n'est pas la leur, mais qui vient de prêts accordés à des citoyens d'un autre pays qui eux-mêmes n'avaient pas de travail, ni de patrimoine, ni de revenu (les prêts à taux révisibles *subprimes*, parfois appelés les *Ninja loans* pour *no income, no job, no asset*).

Il est à noter que nombre de ces pays étaient sous les 60 % de dette publique avant le début de la crise de 2008. Les trois pays les plus endettés avant leur entrée dans l'euro, la Grèce, la Belgique et l'Italie, avaient fait de gros efforts de désendettement. Parmi les grandes économies européennes, l'Allemagne (avec 65,21 % de dette) et la France (avec 64,21 % de dette) faisaient figure de mauvais élèves en 2007.

TABLEAU 3 : DETTES PUBLIQUES DES PAYS EUROPÉENS (% DU PIB)

PAYS	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Pays à risque									
Portugal	122,95	123,62	108,29	93,99	83,70	71,69	68,38	69,43	67,68
Irlande	123,33	117,64	106,44	92,13	64,82	44,50	24,99	24,62	27,26
Italie	131,41	127,00	120,84	119,29	116,42	106,09	103,28	106,35	105,72
Grèce	175,18	156,86	170,32	148,33	129,69	112,90	107,23	107,47	101,23
Espagne	91,336	84,2165	69,2589	61,4646	53,917	40,1718	36,3009	39,679	43,1648
Reste des pays									
Belgique	101,45	99,63	97,79	95,54	95,68	89,20	84,01	87,95	91,95
Bulgarie	17,86	18,55	16,32	16,24	14,62	13,68	17,21	21,61	27,48
République tchèque	48,33	45,76	40,84	37,82	34,21	28,70	27,94	28,28	28,41
Danemark	44,97	45,82	46,39	42,75	40,68	33,38	27,13	32,07	37,76
Allemagne	81,13	81,94	80,43	82,37	74,50	66,79	65,21	68,02	68,55
Estonie	10,21	10,14	6,25	6,71	7,20	4,54	3,69	4,41	4,57
France	94,03	90,17	85,78	82,35	79,19	68,21	64,21	63,95	66,67
Croatie					35,73	28,81	32,49	34,88	37,95
Chypre	109,54	85,81	71,07	61,33	58,53	48,89	58,80	64,65	69,39
Lettonie	43,24	40,65	41,85	44,45	36,92	19,78	9,04	10,69	12,47
Lituanie	40,13	40,67	38,51	37,90	29,32	15,52	16,83	17,95	18,34
Luxembourg	23,39	20,78	18,31	19,23	15,34	14,44	6,67	6,68	6,07
Hongrie	79,70	79,15	81,37	81,84	79,79	72,98	67,05	65,91	61,69
Malte	73,90	72,10	70,27	67,40	66,38	60,91	60,71	62,49	67,95
Pays-Bas	74,57	71,18	65,48	63,15	60,76	58,46	45,29	47,37	51,82
Autriche	73,80	73,39	72,45	71,96	69,19	63,83	60,22	62,31	64,19
Pologne	57,46	55,59	56,22	54,84	50,88	47,11	44,99	47,74	47,09
Roumanie	38,59	37,82	34,70	30,46	23,63	13,41	12,80	12,36	15,79
Slovénie	61,02	54,11	46,87	38,58	35,01	21,96	23,07	26,43	26,75
Slovaquie	54,64	52,12	43,28	40,99	35,56	27,86	29,61	30,54	34,16
Finlande	56,17	53,03	49,00	48,64	43,52	33,94	35,16	39,63	41,70
Suède	40,66	38,19	38,43	39,44	42,56	38,80	40,23	45,27	50,40
Royaume-Uni	95,46	90,01	85,46	79,42	67,83	52,30	44,24	43,29	42,22

Source : Eurostat.

Durant les neuf premières années de l'euro, les pays européens ont donc en réalité véritablement joué le jeu de l'Europe. C'est la crise de 2008 qui est venue contrarier les stratégies des politiques publiques développées pendant les premières années d'existence de la monnaie européenne. Certes, aujourd'hui, nous pouvons regretter que les pays les plus fragiles sur le plan de la dette n'aient pas accéléré leur désendettement massif ou hors-norme par rapport aux autres pays européens, mais à vrai dire, il faut reconnaître que personne ne voyait l'urgence, chacun étant bercé par l'idée que l'on avait trouvé une « recette miracle » aux États-Unis.

■ L'IMPORTANCE DE L'HISTOIRE ÉCONOMIQUE INSTITUTIONNELLE DE L'EUROPE

Il est très important, sinon essentiel, de revenir sur l'histoire économique institutionnelle de l'Europe pour comprendre les scénarios de sortie de la crise de 2008.

L'UE est le fruit d'une histoire à la fois courte et longue. C'est une histoire courte dans le sens où il s'agit d'une histoire moderne dont la mise en place a commencé après la Seconde Guerre mondiale. C'est une histoire longue dans le sens où l'histoire européenne est synonyme de l'histoire des pays constituant l'Europe. En effet, le rayonnement de la Grèce classique, l'Empire romain, Charlemagne, Napoléon I^{er}, etc. sont des étapes d'unification des peuples vivant sur le continent européen. L'histoire de l'Europe n'est pas seulement une somme des histoires des pays européens, mais existe aussi en tant qu'histoire européenne. Les États nations ne sont qu'une invention récente dans l'histoire européenne. Avant eux, l'État, c'était le Roi, pour paraphraser Louis XIV.

Il aura fallu trois guerres, celle de 1870, celle de 1914-1918 et celle de 1939-1945, en l'espace de 75 ans pour que les Européens décident de faire l'Europe par la voie de la paix. À la fin de la Seconde Guerre mondiale, les économies européennes étaient ruinées. Il fallait penser à la reconstruction des pays. En mai 1948, le congrès de La Haye a rassemblé plus de 700 représentants des pays européens provenant notamment du monde associatif et des anciens mouvements de la résistance. Ce congrès se tenait sous la présidence d'honneur de Winston Churchill et fut considéré comme la première pierre de la construction pacifique de l'Europe moderne.

Le 18 avril 1951, six pays décident d'aller plus loin et signent le Traité de Paris instituant la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA), qui entrera en vigueur le 23 juillet 1952. L'Allemagne, la France, l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas et le Luxembourg font partie des premiers États membres. À cette époque, la commodité principale était l'acier et la ressource énergétique était le charbon. En les gérant conjointement, les États garantissaient un accès à ces ressources en quantités suffisantes et à des prix stables afin d'aider à la reconstruction de leurs économies. Cette idée de coopération va s'étendre à d'autres biens et services. C'est ainsi que les six pays vont vouloir travailler à un accord de libre-échange. Entre-temps, la production d'énergie sur la base de la technologie nucléaire civile fait son apparition. Le pays européen le plus avancé est la France. Parmi les négociations pour un accord de libre-échange entre les six se trouvent des demandes des cinq autres pays pour accéder à cette nouvelle technologie. Cela a placé la France devant un dilemme extrêmement intéressant et a aussi été l'enjeu de nombreuses discussions au plus haut niveau de l'État français (Warin, 2009). En effet, la France européenne, avec ses pères fondateurs de l'Europe Robert Schuman et Jean Monnet, pouvait-elle déjà faire confiance à l'Allemagne au début des années 1950 et lui transférer une partie de ses connaissances techniques? N'allait-on pas revivre le rêve d'une paix franco-allemande telle qu'imaginée

par Aristide Briand et Gustav Stresemann qui ne dura que quelques années durant l'entre-deux-guerres? En 1955, la France refusa de prendre le risque de transférer une partie de sa technologie aux autres États du Traité de Paris. En 1957 toutefois, un compromis fut trouvé. Il fallut toute l'habileté d'un Jean Monnet pour le mettre en place : non pas un nouveau traité allait être signé mais deux. Les deux Traités de Rome sont ratifiés le 25 mars 1957. Le premier – le plus important du point de vue de l'histoire de l'intégration européenne – est le traité instituant la Communauté économique européenne (CEE); le second est celui instituant la Communauté européenne de l'énergie (Euratom). Compte tenu des enjeux nationaux et des risques géopolitiques, c'est sans surprise que c'est le second traité qui fait les gros titres des journaux, en France à tout le moins, le 25 mars 1957. C'est pourtant le premier traité qui va jeter les bases de ce qui deviendra l'Union économique et monétaire (UEM). Le Traité instituant la Communauté économique européenne propose en fait un plan en vue de l'intégration économique. Il prévoit un accord de libre-échange total au sein des six pays ainsi que la mise en place d'une union douanière. Tout cela devant être fait graduellement avec une date butoir : 1968. Il prévoit également que la première politique européenne portera sur la politique agricole. À cette époque, chaque État subventionne fortement son agriculture et la protège à coups de droits de douane importants, et cela crée d'importantes distorsions commerciales. La France, qui dispose de la plus grande superficie, est pour une libéralisation de l'agriculture. Certaine de sa productivité en la matière, elle veut avoir accès aux autres marchés. C'est ainsi qu'en 1962, la première politique intégrée européenne sera la Politique agricole commune (PAC). Les droits de douane sont supprimés, les subventions nationales remplacées par une enveloppe à l'échelon européen dont l'allocation sera basée sur les produits et non sur les pays. Loin d'être parfaite, la PAC était une politique de libéralisation compte tenu du point de départ de l'époque. Elle est aujourd'hui vue comme une politique de protection de l'agriculture qui avantage trop la France du fait de sa superficie qui représente deux fois et demie celle du Royaume-Uni, et presque deux fois celle de l'Allemagne. Vue de l'étranger, c'est aussi une politique qui est considérée comme l'un des instruments de protection de la « forteresse » européenne. Les États vont profiter de cet élan et intégrer d'autres pans de leurs économies. Dix-huit mois avant la date limite imposée par le Traité instituant la Communauté économique européenne, en 1967, la Communauté a atteint son objectif de devenir une vraie zone de libre-échange à six pays.

Un pays aurait pu être le septième pays et aussi l'un des pays fondateurs de l'Europe moderne en 1957 : le Royaume-Uni. À cette époque, il avait déjà commencé à faire face aux enjeux de la décolonisation et de la fin de l'Empire britannique. Il est invité à faire partie des négociations, et y participe activement, mais devant la politique de libre-échange prônée par les six et craignant la concurrence de l'industrie agricole européenne, le Royaume-Uni décide de ne pas ratifier les Traités de Rome en 1957. En revanche, il crée l'Association européenne de libre-échange (AELE). Sept pays – le Royaume-Uni, la Norvège, le Danemark, la Suisse, le Portugal, la Suède et l'Autriche – signent la Convention de Stockholm le 4 janvier 1960. L'objectif était de créer une zone de libre-échange sans aller aussi loin que la Communauté économique européenne. En effet, cette dernière voulait créer une union douanière, un marché commun avec des politiques communes et visait à terme une union politique. L'AELE rassemblait les pays qui ne voulaient pas faire partie de la CEE. Pourtant en 1961, le Royaume-Uni se ravise et pose sa candidature à la CEE. Contrarié par la décision britannique de ne pas ratifier le Traité de Rome alors que le Royaume-Uni avait participé aux négociations, et exaspéré par le comportement de la « perfide Albion » qui décide de créer l'AELE pour concurrencer la CEE, le président français – Charles de Gaulle – décide de

refuser la candidature du Royaume-Uni. De nos jours, la règle requérant l'unanimité des votes pour l'élargissement de l'UE trouve sa première occurrence dans cet événement. Le Royaume-Uni va postuler à nouveau en 1967. Entre temps, l'Islande va entrer dans l'AELE en 1970. Mais en 1973, le groupe va passer de huit membres à six, car le Royaume-Uni et le Danemark vont rejoindre la CEE. L'Irlande intégrera également la CEE en 1973, formant ainsi un groupe de neuf pays à la suite du premier élargissement de l'Europe. En 1986, la Finlande se joindra à l'AELE et le Portugal à la CEE. Le Liechtenstein rejoindra l'AELE en 1991, mais cette dernière perdra l'Autriche, la Suède et la Finlande qui rejoignent alors la CEE. Aujourd'hui, l'AELE est constituée de trois pays : l'Islande, la Norvège et le Liechtenstein. En 1994, un rapprochement a été opéré avec la CEE. L'AELE et la CEE ont créé l'Espace économique européen (EEE), donnant ainsi naissance à un groupe à quatre entités. Après les tumultes économiques de la crise de 2008, l'Islande est aujourd'hui candidate à l'UE. Les règles d'entrée dans la CEE sont, à l'époque, moins claires que celles qui sont définies en juin 1993 par les critères de Copenhague, mais la situation politique était néanmoins importante pour la CEE qui visait une union politique. L'entrée du Portugal par exemple dans la CEE ne pouvait pas se faire pendant la période dictatoriale.

L'arrivée de nouveaux membres dans les années 1970 et 1980 va changer la donne institutionnelle de l'Europe. Ces derniers vont mettre en évidence la nécessité d'étendre la zone de libre-échange et de systématiser les règles pour atteindre la création d'un marché commun de biens, de services, de capital et de travail.

■ LA COORDINATION DES POLITIQUES EUROPÉENNES EN QUESTION

Le projet de mise en place du marché commun proposera la date de 1986, et celui-ci sera complètement mis en œuvre en 1993 avec l'instauration de l'Acte unique européen.

Entre temps, en 1970, le rapport Werner ajouta une dimension monétaire à l'union commerciale. Les deux crises pétrolières des années 1970 qui ont suivi ce rapport vont occulter cette idée. C'est en juillet 1978, à Brême, que le chancelier allemand, Helmut Schmidt, et le président français, Valéry Giscard d'Estaing, ont proposé la création « d'une zone de stabilité monétaire en Europe » en mettant en place le Système monétaire européen (SME). Dans les années 1980, le président de la Commission européenne, Jacques Delors, appela à l'intégration politique des membres de la Communauté économique européenne appuyée par une monnaie commune. Le contexte international de l'époque était la réunification des deux Allemagnes et la chute de l'Empire soviétique. Déjà en 1989, la Commission européenne recommandait des finances publiques saines comme condition préalable à l'intégration monétaire (Delors, 1989).

Dans ce contexte international important, l'Europe était vue comme un moyen d'éviter la montée des nationalismes au sein des pays nouvellement libérés ou qui allaient l'être ainsi que des tensions entre pays. Il fallait donc prévoir des critères d'accession à l'Europe. Les 12 pays de l'époque vont se mettre au travail et rédiger le Traité de Maastricht qui sera ratifié en février 1992 et implanté en janvier 1993. Cette même année, la Communauté économique européenne devient l'UE. Les étapes ainsi que les critères pour entrer dans l'UEM vont être fixés, ces derniers ayant pour objectif d'assurer la convergence économique. La théorie des zones monétaires optimales soutenait ces critères de convergence (Kenen, 1969; McKinnon, 1963; Mundell, 1973a, 1973b).

Il faut bien réaliser que le fait d'adopter une monnaie unique est un projet qui comporte un certain nombre de difficultés et de risques pour un pays membre. Le taux de change est fixé et le pouvoir de la politique monétaire est transféré à une banque centrale indépendante : la BCE. En plus des critères économiques, le pays doit faire converger sa réglementation pour adopter ce qui est connu sous l'expression « acquis communautaires ». Il s'agit de l'ensemble des changements qui ont été opérés par les membres fondateurs à leur propre économie et qu'ils aimeraient voir changer dans celles des nouveaux candidats. Les critères de convergence de Maastricht sont les suivants : stabilité des prix, soutenabilité des finances publiques, la stabilité du taux de change et convergence sur le long terme. Ces critères allaient s'appliquer à tous les États qui désiraient entrer dans l'euro en 1999 ou à tous ceux qui désireraient l'intégrer plus tard.

Il est intéressant de noter que la date du 1^{er} janvier 1999 était une date limite pour les premiers membres, et que si cette étape n'était pas respectée, il aurait alors fallu entrer dans de nouvelles négociations.

Une autre caractéristique du Traité de Maastricht était qu'il était obligatoire et non renégociable une fois ratifié par les pays. Les gouvernements de l'époque voulaient lier les mains des futurs membres pour éviter toute renégociation et donc tout retard dans l'intégration européenne. Le Royaume-Uni cependant négociait sa ratification du Traité à condition qu'il obtienne une clause de sortie. Cette clause lui fut accordée. La crainte de voir tous les pays demander une même clause ne s'est pas vraiment matérialisée, à l'exception du Danemark qui en a aussi bénéficié. Quelques années plus tard, en mai 1998, il s'agissait alors de décider quels pays parmi les 15 pays membres de l'UE de l'époque allaient entrer dans l'UEM. Même si le Danemark et le Royaume-Uni respectaient les critères (adaptés, ils décidèrent néanmoins de recourir à leur clause de sortie. Deux autres pays n'y entreront pas : la Grèce qui n'était pas admissible, et la Suède qui ne se qualifie pas parce qu'elle ne le voulait pas... En effet, la Suède ne déclarera pas sa banque centrale indépendante, s'excluant ainsi *de jure* de l'UEM.

Ces différences entre pays créent inévitablement des dissonances dans la perception des institutions européennes et leur solidité. Ces exceptions sont un des exemples des faiblesses institutionnelles de l'Europe. Il y a en beaucoup d'autres, beaucoup plus importantes, par exemple le Pacte de stabilité et de croissance.

■ LA PROBLÉMATIQUE DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Durant la période de convergence de 1993 à 1998, les pays membres se sont rendu compte que deux des critères d'entrée dans l'UEM, relatifs à la politique budgétaire (déficit public et dette publique), pouvaient être prolongés après la période de convergence. En effet, pour éviter tout problème de « passager clandestin », il a fallu mettre en place une règle de gouvernance fiscale à l'échelon européen (Uhlig, 2002). Le problème économique est qu'au sein d'une même zone monétaire, les taux d'intérêt allaient converger avec une prime de risque qui allait être pratiquement la même pour tous les pays². Dans ces conditions, des pays ayant une préférence pour l'émission de dette plutôt que pour la discipline budgétaire allaient trouver des facilités d'émission de dette et pouvaient donc tomber dans

² En réalité, les primes de risque devraient être complètement identiques s'il y avait une mutualisation des dettes des pays, par exemple par les rachats de dettes d'un pays par un autre, ou par l'émission de bons européens. Le Traité de Maastricht interdisait cela, mais les marchés ne croyaient pas que les pays riches n'allaient pas soutenir les pays moins riches de l'UEM.

le piège de la facilité. L'accroissement de leur dette allait en réalité faire augmenter le risque pays pour tous les États de la zone monétaire. Ce qui veut dire que les pays partisans de la discipline budgétaire allaient payer une prime de risque supérieure en raison de ces divergences de préférence budgétaire.

Pour pallier le problème, durant le Conseil européen de Madrid en 1995, l'Allemagne tente de convaincre la France de mettre en place une règle de gouvernance budgétaire à l'échelon européen : le Pacte de stabilité. Même si la nécessité de cette règle était évidente pour la France, les craintes portaient davantage sur la communication politique. Associer la discipline budgétaire à la stabilité revenait aussi à dire que les pays utilisant la dette comme politique économique principale allaient être source d'instabilité. Il fallait trouver un autre terme positif pour ces pays. C'est ainsi qu'à la stabilité, on allait ajouter la croissance : le Pacte de stabilité et de croissance est ainsi né à Dublin en 1996 et adopté dans le Traité d'Amsterdam en 1997 (European Council, 8).

De fait, dès leur entrée dans l'UEM, les pays allaient « subir » la politique monétaire décidée par la BCE. Il n'y avait plus de risque d'instabilité du niveau des prix, ni de risque de change intra-européen et on pouvait espérer une convergence des taux d'intérêt de long terme grâce à la réussite de l'intégration européenne. Mais il fallait aussi réussir la mise en place du Pacte de stabilité et de croissance. Ce ne fut pas le cas.

Il faut reconnaître la difficulté de coordonner les politiques budgétaires des pays sans pour autant les mettre sous tutelle. Ces pays avaient déjà perdu leur politique monétaire respective en entrant dans l'euro, ainsi que quelques leviers de leurs politiques structurelles (réglementations, subventions, etc.) avec le marché commun; ils étaient sur le point de perdre leur dernière politique économique : la politique budgétaire. La discussion entre les pays membres a mené à la mise en place d'une règle qui garantissait une autonomie de la politique budgétaire sans néanmoins autoriser des comportements de « passager clandestin ». C'est ainsi qu'il a été décidé de prolonger le critère de Maastricht à la période post-entrée dans l'Euro. Les pays ne devaient en aucun cas dépasser 3 % de déficit budgétaire et 60 % de dette publique. Le Pacte était un peu plus affiné avec une approche en matière de surveillance et une en matière de dissuasion et de sanction. À titre d'exemple, si un pays venait à enfreindre le Pacte, il s'exposerait à une procédure disciplinaire. Dès qu'un pays viole la règle, il doit faire un dépôt à la Commission européenne qui après trois ans se transforme en amende (Warin, 2009).

Le Pacte visait aussi à éviter l'insoutenable des finances publiques. Cette question a été débattue très largement dans la littérature (Bohn, 1995; Mongelli, 1999; Nielsen, 1992).

Dans les faits, dès 2001, le déficit public du Portugal est supérieur à 3 %. Ce fut la première violation du Pacte³ et rien ne fut fait... En effet, en 2002, l'Allemagne dépasse aussi ce seuil, et en 2003, c'est au tour de la France. Dans ce contexte, la crédibilité du Pacte était largement entamée. La France et l'Allemagne avaient insisté pour imposer cette règle de discipline budgétaire, règle que ces deux États ne suivront pas dès les premières années d'existence du Pacte. Ce dernier fut révisé le 23 mars 2005. Une procédure d'accompagnement de moyen terme des pays ayant plus de 1 % de déficit public était mise en place. Chaque pays dans ce cas de figure allait se voir assigner des objectifs de déficit structurel. La Commission européenne joue depuis un rôle de consultant budgétaire et as-

³ En fait, les chiffres révisés d'Eurostat sur la Grèce montrent que cette dernière n'a jamais respecté le critère budgétaire.

sure la coordination entre pays. Néanmoins, trois ans plus tard, la crise allait balayer le peu de crédibilité que le Pacte se voyait reconnaître.

On le voit bien, la mise en place de la monnaie unique retire un des trois grands outils de politique économique aux pays membres. Néanmoins, étant donné qu'un des trois outils est maintenant une donnée qu'il faut prendre en compte, les États membres devraient se coordonner sur les deux autres politiques (budgétaire et structurelle) afin de définir des politiques adéquates, c'est-à-dire acceptables pour tout le monde tout en tenant compte des particularités de chaque pays (Beetsma, 2001; Warin, 2008). En théorie, une telle stratégie permettrait aux pays de converger dans le moyen terme et ainsi d'éviter les chocs économiques créés par des différences de cycles économiques.

Le Pacte de stabilité était donc vu par beaucoup comme un moyen d'assurer la coordination économique des pays par rapport à un même outil de politique, mais aussi entre les différents outils de politique économique. La conséquence était la convergence des économies. Bien plus, sans la discrétion de la politique monétaire et avec la contrainte représentée par le Pacte, les politiques structurelles prenaient un peu plus d'ampleur en tant qu'outil de politique économique (Warin, 2004).

La convergence économique était alors considérée comme une conséquence des politiques économiques et non comme la raison de l'entrée ou de la stabilité dans l'UEM.

Cela reposait sur deux hypothèses importantes : que les règles de gouvernance, notamment le Pacte de stabilité et de croissance, allaient être appliquées et respectées, et que la période nécessaire à la convergence n'allait pas être perturbée par un choc exogène à l'Europe. Cette période de convergence allait être la première décennie du troisième millénaire. Malheureusement, l'industrie financière internationale allait être frappée par un tsunami en 2008 entraînant la pire crise financière mondiale de l'ère de la finance moderne. La jeune monnaie unique allait faire son baptême du feu.

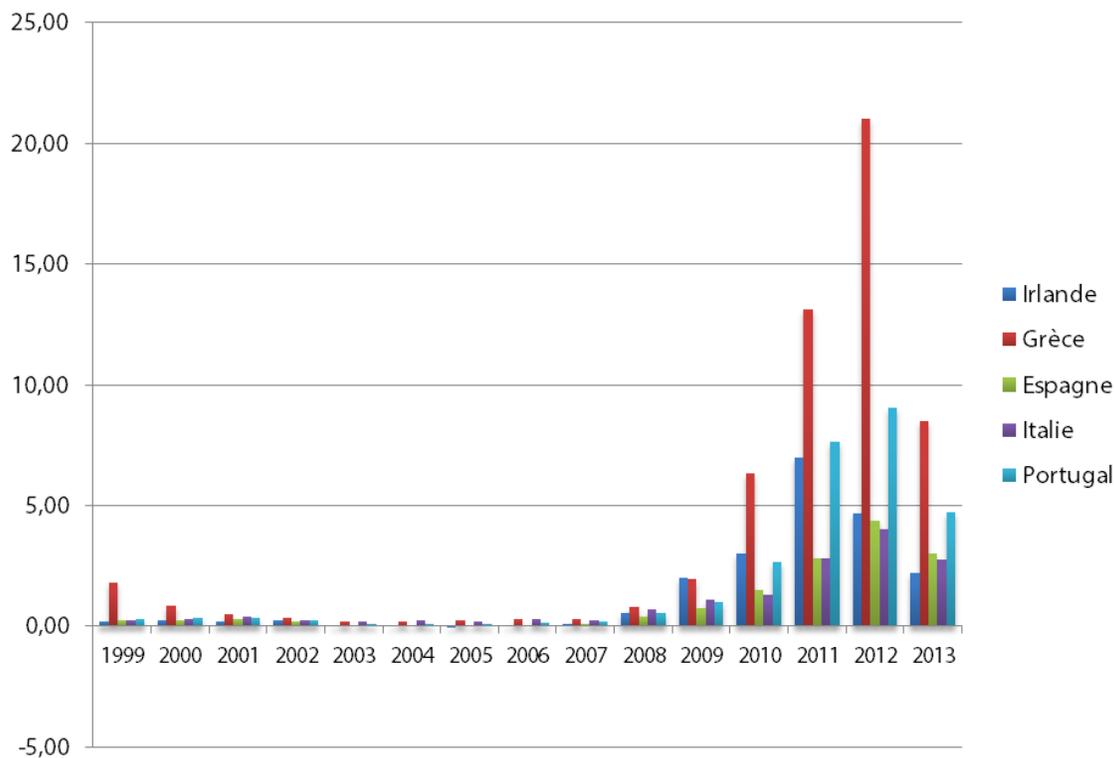
■ LA CRISE ET LA RÉPONSE INSTITUTIONNELLE DE L'UNION EUROPÉENNE

Nous comprenons bien que l'architecture institutionnelle de l'Europe n'était pas faite pour rassurer les marchés en cas de crise et c'est pourquoi la crise de 2008 a été particulièrement forte en Europe. La gouvernance européenne et surtout la relative lenteur de l'intégration européenne ont accru l'incertitude quant à la réponse de l'Europe à la crise, aggravant les effets de cette dernière par des primes de risque sur les dettes souveraines parfois intenable.

Là où le bât blesse est de savoir qui des marchés financiers ou des pays européens ont mal joué le jeu de l'Europe. La réponse n'est pas aussi simple. En effet, les marchés financiers avaient émis l'hypothèse que les pays européens étaient devenus *de facto* solidaires au sein de la zone euro lors de sa création en 1999, mais ces mêmes marchés savaient pertinemment que les pays européens n'étaient pas solidaires *de jure*, le Traité sur l'Union européenne étant explicite à ce propos, tout comme la charte de la BCE. En conséquence, les taux de financement des déficits publics et de refinancement de la dette des pays de la zone euro convergeaient vers les taux allemands (graphique 1). Néanmoins, personne ne concevait que l'Allemagne et la France pouvaient hésiter à venir en aide à la Grèce, par exemple. Tout le monde était convaincu que ce soutien était automatique et que de toute façon il ne s'agissait que de quelques années avant que cette règle de solidarité ne fasse son entrée dans le Traité sur l'Union européenne, s'imposant naturellement comme une extension de la politi-

que monétaire commune. Personne n'imaginait la crise de 2008, et son ampleur catastrophique, qui a pris tout le monde de vitesse.

GRAPHIQUE 1 : ÉCARTS DE TAUX DES OBLIGATIONS À 10 ANS PAR RAPPORT AUX OBLIGATIONS D'ÉTAT ALLEMANDES À 10 ANS



Source : Eurostat, données mensuelles en moyennes annuelles.

Lorsqu'en 2009 et 2010, les pays de la Méditerranée tels que la Grèce, le Portugal, l'Espagne, voire même l'Italie, connaissent leurs premières difficultés, les marchés financiers s'attendaient à une grande déclaration commune de la France et de l'Allemagne sur le fait qu'aucun pays ne serait laissé à lui-même et que le soutien aux dettes souveraines par le rachat de dettes allait se faire sans hésitation. Ce message n'est pas arrivé, à l'exception peut-être de la BCE. L'hypothèse des marchés financiers se trouvait donc invalidée par l'inertie des grands pays. Selon les marchés financiers, deux explications pouvaient alors apparaître : soit la France et l'Allemagne voulaient utiliser ce moment pour élarger la zone euro de pays qui n'auraient peut-être pas dû en faire partie dès le début⁴, soit la France et l'Allemagne étaient au courant que l'ampleur de la crise était tellement grande que rien ne pourrait la contrecarrer et par conséquent qu'il était inutile d'utiliser des ressources pour tenter de sauver les autres pays. Dans ce contexte, en théorie, la réponse des marchés financiers devrait être double : augmenter les primes de risque et différencier à nouveau les primes de risque par pays. Dans les faits, c'est exactement ce qu'ils ont fait : à la suite du signal envoyé par les grands États confirmant qu'ils n'auraient probablement pas les capacités

⁴ Pour mémoire, la Grèce a intégré l'Euro en 2001 avec des chiffres dont nous savons aujourd'hui qu'ils étaient incomplets. Avec les nouvelles données révisées accessibles sur Eurostat, la Grèce aurait vu sa demande rejetée.

suffisantes pour mutualiser les dettes, les marchés financiers ont accepté de financer ou de refinancer les dettes à des taux d'intérêt supérieurs et différenciés en fonction des pays.

L'ironie est qu'une partie de l'argent ayant servi au refinancement provenait des pays qui ont soutenu les marchés financiers afin de leur éviter un risque systémique. Une des leçons de cette situation est que les marchés financiers font leur travail en évaluant les **risques pays** mais que le **système** nécessite un peu plus de coordination entre les marchés financiers eux-mêmes et les pouvoirs publics.

L'euro et la BCE en particulier allaient être confrontés à ce qui s'apparente à un dilemme. D'un côté, il fallait assurer la crédibilité d'une jeune monnaie et d'une jeune institution, de l'autre il fallait soutenir les économies européennes des pays membres.

La difficulté était que la convergence des grands indicateurs (déficits et dettes publics, par exemple) avait pris un peu plus de temps que dans les scénarios de départ. En 2008, neuf ans après l'entrée dans l'Euro, il existait une grande divergence entre les pays. Il était donc difficile de décider d'utiliser la politique monétaire pour aider les économies à traverser la crise financière à l'instar de ce qui se faisait aux États-Unis avec la politique monétaire extrêmement accommodante de la Federal Reserve. Pourtant, dans ce contexte de divergence, on ne pouvait pas non plus laisser les dettes de certains gouvernements exploser. Néanmoins, au tout début de la crise, le choix a été fait de sauver la crédibilité de l'Euro. Cela voulait dire que la politique budgétaire allait devenir l'instrument principal de réponse à la crise et était d'autant plus intéressant en théorie que cela permettait d'amener la meilleure réponse en fonction des besoins des pays. Le pays qui avait besoin d'utiliser sa politique budgétaire pouvait le faire. Un autre aspect était que le choix de la Banque centrale de privilégier la crédibilité allait garantir des taux faibles.

En théorie, cela fonctionne. Mais en pratique, les pays qui allaient abondamment recourir à la politique budgétaire allaient dépasser les critères du Pacte de stabilité et de croissance. Cette règle allait s'avérer inefficace, voire inappropriée, ajoutant du stress dans le système. De plus, les taux d'intérêt n'allaient pas rester bas pour tous les pays et en particulier pour ceux qui avaient besoin d'utiliser la politique budgétaire. En effet, à ce moment-là, les marchés financiers ont compris que les grands pays comme l'Allemagne et la France n'allaient pas soutenir les plus petits. La conséquence a été un découplage des primes de risque extrêmement important. L'augmentation de ces primes a pesé lourdement sur les pays qui devaient refinancer leur dette et qui, de plus, avaient besoin d'une augmentation des déficits pour faire face à la crise. Au ralentissement créé par cette dernière, s'ajoutaient maintenant des emprunts très onéreux, voire usuriers, pour certains pays. C'est ainsi que la crise financière s'est transformée en une crise des dettes souveraines (De Grauwe et Ji, 2013).

Il n'était alors plus possible de ne laisser que la politique budgétaire comme unique réponse de court terme à la crise financière. La BCE allait décider de participer à la réponse conjointe avec les politiques budgétaires.

Une autre solution était aussi envisagée : l'émission d'un emprunt obligatoire européen. Cet emprunt obligataire garanti par tous les pays allait achercher sur plusieurs difficultés. La première est que cela revenait à dire que l'Allemagne, la France et l'Italie (en tant que grands pays nets contributeurs) étaient en réalité les pays qui endosseraient l'emprunt, mettant en jeu leur crédibilité et donc la soutenabilité de leur dette, avec un effet ricochet potentiel sur la crédibilité de l'euro. Une autre difficulté est que l'UE dispose d'une existence juridique, mais pas la zone euro. Des mécanismes de gouvernance de l'UE sont en place,

mais ce n'est pas le cas pour la zone euro. Dans ce contexte, la mutualisation d'une partie des dettes par l'émission d'un emprunt obligatoire allait forcément se heurter à un refus des pays européens non membres de la zone euro.

Il fallait donc trouver un moyen d'utiliser la crédibilité de l'euro, sans altérer la crédibilité des pays de la zone euro – notamment l'Allemagne et la France – afin de refinancer à bas taux les pays en difficulté, et cela devait se faire sans pour autant modifier les textes européens. Plusieurs solutions ont été trouvées. La première proposition était de mettre en place ce qui allait s'appeler le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Créé le 9 mai 2010 par les pays de l'UE, il a été doté de 440 milliards d'euros grâce à la garantie des États membres de l'UE. Il peut émettre des obligations « européennes » et racheter des obligations d'États sur le marché secondaire, mais son action est conditionnée à l'avis unanime des pays participants et de la BCE. La possibilité d'émettre des obligations va porter la capacité du fonds à 1 000 milliards d'euros. L'objectif de ce fonds garanti par les pays de l'UE était de venir en aide aux pays de la zone euro aux prises avec des difficultés budgétaires.

Un autre programme va voir le jour, le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF). Créé le 5 janvier 2011 par les pays de l'UE et doté d'une capacité de 60 milliards, c'est un programme de financement d'urgence utilisant des fonds levés sur les marchés financiers et garantis par le budget de l'UE.

Ces deux mécanismes ont été créés dans l'urgence pour faire face aux différentes pressions des marchés financiers. Ils seront fusionnés et intégrés dans le mécanisme européen de stabilité (MES) créé le 27 septembre 2012.

Le MES est lui-même intégré dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), aussi connu sous le nom de Pacte budgétaire européen, signé le 2 mars 2012 par 25 États parmi les 28 de l'UE. En ce sens, il crée les prémisses d'une gouvernance de la zone euro aux côtés du Pacte de stabilité et de croissance qui lui s'applique à tous les pays de l'UE. Le TSCG a pour objectif d'encadrer les politiques budgétaires des pays de la zone euro ou de ceux qui voudraient utiliser l'euro. La règle d'or budgétaire par exemple va être appliquée. Il s'agit de mettre une limite de 0,5 % au déficit public structurel (Règlement européen n° 1466/97 du 7 juillet 1997 modifié par le Règlement n° 1175/2011 du 16 novembre 2011), portée à 1 % si le pays a un niveau de dette publique inférieur à 60 %. Cette flexibilité sous forme de « récompense » avait déjà été proposée par la littérature avant la crise (Warin, 2007).

Sans être une mutualisation totale des dettes du point de vue légal, il s'agit d'un mécanisme de soutien des politiques budgétaires des pays en difficulté pour des raisons qui sont exogènes et peuvent entraîner un risque systémique⁵. Il s'agit dans les faits d'un prêt ou d'une ligne de crédit, donc d'une mutualisation des dettes mais seulement partielle (pour les pays de la zone euro en difficulté seulement) et non automatiques.

Cependant, cette réponse institutionnelle est complexe et les marchés financiers, quoique rassurés par le TSCG, attendent de voir sa capacité de réaction aux pressions. Les critiques portaient sur le fait que cette réponse institutionnelle semblait pour l'instant plutôt corriger les symptômes que l'origine de la maladie européenne : son architecture institutionnelle inadaptée à une intégration monétaire.

⁵ Pour plus d'informations, voir : http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/stability_and_growth_pact/ec0009_fr.htm

■ CONCLUSION

Le diagnostic est clair : à la crise financière initiée aux États-Unis et qui montrait les déficiences du système financier américain se sont ajoutées les déficiences du système d'intégration politique européen. La crise du capitalisme financier américain a été l'élément déclencheur et surtout révélateur des déficiences de l'Europe.

Les règles de l'intégration européenne ont servi à édifier des principes de gouvernance. Ces principes reposent sur l'hypothèse que les pays convergent automatiquement et qu'il n'y a pas de chocs exogènes. Ces deux hypothèses sont fausses. Il ne faut pas attendre que la BCE prenne la liberté d'aller au-delà de son mandat ou que les pays décident d'enfreindre le Pacte de stabilité et de croissance. En pratique, ces règles n'en sont pas vraiment, mais elles créent néanmoins de fausses anticipations. Elles se traduisent par des comportements sur les marchés financiers qui sont ensuite balayés par le comportement des pays avec pour conséquence un grand mouvement dans l'autre sens. Aux cycles créés par les crises, on y ajoute des changements d'anticipations créés par les inefficacités institutionnelles.

Est-ce que les bonnes nouvelles relatives de la fin 2013 sont le signe d'une sortie de crise de l'Europe? La réponse est positive, mais cette sortie de crise ne se fera pas de façon linéaire. Il y aura encore des cycles récessifs. Mais attention au vocabulaire : la sortie de crise de l'Europe sera d'abord la sortie de la crise financière mondiale. Il ne s'agira pas de la crise initiée par les déficiences de l'intégration européenne. L'Europe, même avec des taux de croissance positifs, est encore malade. Le bénéfice de cette crise réside dans la création du MES, mais ce n'est pas la solution idéale. Le coût de cette crise aura été que la puissance du MES est largement diminuée par les taux d'endettement des pays européens. Dès que les taux d'intérêt monteront, d'autres défis sur le refinancement des dettes se présenteront aux portes du MES. Sera-t-il suffisamment doté pour apporter des réponses satisfaisantes? La réponse viendra de la perception sur les risques qu'auront les marchés financiers à ce moment-là. Les gouvernants européens seront ceux qui apporteront alors les réponses, notamment dans le respect ou non du TSCG. Il faut espérer qu'elles soient crédibles.

■ BIBLIOGRAPHIE

- Beetsma, R. (2001). « Does EMU Need a Stability Pact? », dans A. Brunila, M. Buti et D. Franco (dir.), *The Stability and Growth Pact*, New York, Palgrave MacMillan, p. 23-52.
- Bohn, H. (1995). « The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, n° 1, p. 257-271.
- De Grauwe, P. et Y. Ji (2013). « How Much Fiscal Discipline in a Monetary Union », *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, tome B, p. 348-360.
- Delors, J. (1989). *Economic and Monetary Union and Relaunching the Construction of Europe*, Luxembourg, Office of Official Publications of the European Communities.
- Union européenne. « (8). Règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs », Journal officiel n° L 209 du 02/08/1997, p. 0006 - 0011. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:31997R1467&from=EN> (page consultée en mai 2014)
- Kenen, P. B. (1969). « The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View », dans R. Mundell et A. Swoboda (dir.), *Monetary Problems in the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press.
- Markowitz, H. (1952). « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, p. 77-91, https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf (page consultée en octobre 2013).
- McKinnon, R. I. (1963). « Optimum Currency Areas », *The American Economic Review*, vol. 53, n° 4, p. 717-725.
- Mongelli, F. (1999). « The Effects of the European Economic and Monetary Union (EMU) on Fiscal Sustainability », *Open Economies Review*, vol. 10, n° 1, p. 31-61.
- Mundell, R. (1973a). « A Plan for a European Currency », dans H. G. Johnson et A. K. Swoboda (dir.), *The Economics of Common Currencies*, Londres, Allen and Unwin, p. 143-172.
- Mundell, R. (1973b). « Uncommon Arguments for common Currencies », dans H. G. Johnson & A. K. Swoboda (dir.), *The Economics of Common Currencies*, Londres, Allen and Unwin, p. 114-132.
- Nielsen, S. B. (1992). « A Note on the Sustainability of Primary Budget Deficits », *Journal of Macroeconomics*, vol. 14, n° 4, p. 745-754.
- Garcia, J. (2013). « Trichet : L'Espagne est "plus compétitive que la France et l'Italie" », *L'Expansion*, 25 octobre, http://lexpansion.lexpress.fr/economie/trichet-l-espagne-est-plus-competitive-que-la-france-et-l-italie_410006.html (page consultée en octobre 2013).
- Uhlig, H. (2002). *One Money, but Many Fiscal Policies in Europe: What are the Consequences?*, http://www2.wiwi.hu-berlin.de/wpol/papers/uhlig_vers4.pdf
- Warin, T. (2004). « Should Europe Get Rid of the Stability and Growth Pact? », *Middlebury College Working Paper Series No. 0415*, Middlebury College, Department of Economics, <http://ideas.repec.org/p/mdl/mdlpap/0415.html> (page consultée en octobre 2013).
- Warin, T. (2007). « Stability and Growth Pact II? Let's Move On to SGP III: "À la carte" », *Middlebury College Working Paper Series No. 0702*, Middlebury College, Department of Economics, <http://ideas.repec.org/p/mdl/mdlpap/0702.html> (page consultée en octobre 2013).

- Warin, T. (2008). « Stability and Growth Pact », dans S. N. Durlauf et L. E. Blume (dir.), *The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition*, http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_S000488&edition=current&q=Stability%20and%20Growth%20Pact&topicid=&result_number=1 (page consultée en octobre 2013).
- Warin, T. (2009). « The Euro at 10: Successes and Challenges », *CIRANO Burgundy Reports No. 2009rb-05*, <http://ideas.repec.org/p/cir/cirbur/2009rb-05.html> (page consultée en octobre 2013).
- Warin, T., et Prasch, R. (2013). « Systemic Risk in the Financial Industry: “Mimetism” for the Best and for the Worst », *CIRANO Working Paper Series*, <http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2013s-29.pdf> (page consultée en octobre 2013).