

La crise comme révélateur des enjeux de l'Union européenne

Florence LEFRESNE et Catherine SAUVLAT

A la différence des Etats-Unis, la construction européenne a abouti à une union monétaire sans mécanisme de fédéralisme budgétaire, marquée par une faible coordination des politiques économiques. Cette dernière se borne en effet à un Pacte de stabilité et de croissance (PSC) qui limite les déficits budgétaires et les dettes publiques à respectivement 3 % et 60 % du PIB depuis le Traité d'Amsterdam (1997). Ainsi, le sauvetage financier d'un Etat de même que la monétisation de sa dette ont été proscrits par les différents traités européens (voir article 125 et article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne, TFUE). Les politiques budgétaires y sont donc multiples, en tant que résultat de décisions nationales prises de manière isolée par les seize pays qui forment actuellement la zone euro. C'est là une différence majeure avec les Etats-Unis dont la politique monétaire menée par la Banque centrale américaine (Fed) fonctionne sur la base d'une délibération permanente avec le Trésor, de même que la politique budgétaire est le résultat d'une délibération entre l'exécutif et le Congrès. En conséquence, les Etats-Unis ont pu donner la priorité à une

politique monétaire et budgétaire active, sans tension significative sur les taux d'intérêt à long terme, même si les résultats de cette politique peuvent être questionnés, notamment face à la persistance d'un taux de chômage élevé.

Le creusement des déficits publics en Europe a mis au jour le caractère largement inapproprié des mécanismes de coordination budgétaire (PSC et surveillance multilatérale *via* les Grandes orientations de politique économique ou GOPE) que les pays de la zone euro sont tenus de respecter. Cette carence a abouti à la mise en place par la Commission européenne d'un Fonds européen de stabilisation financière, aujourd'hui envisagé comme une institution pérenne par le Conseil européen. La nouvelle institution crée des mécanismes inédits de financement des déficits publics et de la dette publique au sein de la zone euro ; en contrepartie, elle renforce les procédures de déficit excessif (PDE) et durcit les normes de réduction des dépenses publiques. Ce faisant, elle condamne les pays à tailler dans leurs dépenses sociales et à faire porter essentiellement sur leurs concitoyens le poids d'une crise déclenchée par

les banques, nonobstant les risques de déflation généralisée auxquels une telle politique procyclique peut conduire. De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) s'est vue contrainte, devant l'ampleur de la crise, de monétiser les dettes souveraines de certains pays, pratique théoriquement interdite par les traités européens. Elle l'a fait et continue de le faire avec réticence, prête à revenir dès que possible à son mandat exclusif de surveillance de l'inflation.

La régulation financière est sans doute le domaine où il y a eu les avancées institutionnelles les plus marquantes en matière de coordination européenne, avec l'instauration d'autorités supranationales de supervision. Mais contrairement aux Etats-Unis, l'Union européenne (UE) peine à accoucher de nouvelles régulations financières. Quelles que soient l'ampleur et l'effectivité de l'avancée vers une régulation financière renforcée de part et d'autre de l'Atlantique, les mesures adoptées (et à venir) sont-elles à la hauteur des enjeux ? Ironent-elles jusqu'à pouvoir remettre en cause les pratiques des banques et institutions financières ayant conduit à la crise économique et financière la plus grave depuis 1929 ?

**L'Union économique et monétaire :
une convergence de façade**

Prise en 1991, la décision de créer l'euro repose sur le pari d'une convergence économique forte des pays de l'Union économique et monétaire (UEM). Pour autant, si la politique monétaire est bien communautaire, la politique budgétaire demeure une compétence nationale. Les moyens d'impulser cette convergence sont à la fois institutionnels (le Conseil des ministres de l'Economie et des finances – ECOFIN – rédige

chaque année, depuis 1992, un rapport sur les Grandes orientations de politique économique des Etats membres, GOPE), mais aussi réglementaires (les critères de déficit et d'endettement publics issus du Traité de Maastricht sont inscrits dans le Pacte de stabilité et théoriquement assortis de sanctions financières importantes en cas de non-respect). Dans un premier temps, cette impulsion de convergence semble fonctionner. A la faveur d'une conjoncture internationale particulièrement favorable dans la toute première phase de l'euro (fin des années 1990 : accélération de la croissance américaine et forte remontée du dollar), le pari de la convergence peut paraître gagné (Pariety, 2010). La monnaie unique a chassé la spéculation contre certaines monnaies nationales, ce qui a facilité la baisse des taux d'intérêt. Les pays de la zone euro sont alors traités de façon identique sur les marchés financiers, avec une convergence des taux d'intérêt de long terme. Grâce à la croissance, les déficits publics satisfont aux critères de stabilité du PSC. Paradoxalement, certains pays apparaissent comme des modèles de croissance et de discipline budgétaire. L'Irlande par exemple, dont les pratiques bancaires entretenaient la bulle financière, était le parfait élève de la zone euro avec un budget en excédent et un endettement inférieur à 40 % avant la crise de 2008. Mais la convergence est en fait plus apparente que réelle. Les stratégies économiques restent fondamentalement non coopératives et continuent de jouer sur les différences fiscales et sociales qu'incarnent les divers modèles européens, la faible mobilité du travail au sein de l'Union (contrairement aux Etats-Unis) ne faisant qu'accentuer le phénomène. Par ailleurs, les taux de croissance sont loin de refléter

les gains réels de productivité et de compétitivité. La bulle immobilière masque ainsi une croissance difficilement soutenable dans certains pays : selon le Fonds monétaire international (FMI), l'écart entre la croissance observée et la croissance potentielle ¹ atteint en 2007 4 % en Espagne et en Grèce et 7 % en Irlande où les prix sur le marché de l'immobilier ont triplé entre 1997 et 2007. Les soldes commerciaux sont loin de converger, l'Allemagne, à travers sa stratégie de grande rigueur salariale accumulant les excédents au détriment d'une dynamique de croissance globale de l'Union. Les coûts salariaux unitaires y ont ainsi connu une progression de 4,4 % entre 1998 et 2008, contre 19 % en moyenne dans la zone euro et 28 % au Royaume-Uni. Enfin, les situations budgétaires, qui dans un premier temps avaient semblé s'homogénéiser, restent en fait marquées par de fortes différenciations nationales. Les règles du PSC seront ainsi bafouées à plusieurs reprises par la France et l'Allemagne les deux pays qui les ont imposées, entre 2002 et 2005, sans d'ailleurs engendrer de sanctions. Cette situation débouchera en mars 2005 sur un assouplissement du PSC par le Conseil européen, qui se révélera néanmoins mineur ² et restera au stade d'un simple accord politique, le Conseil n'ayant pas compétence pour modifier un règlement européen. La tentative de réforme est surtout symptomatique de l'inadaptation profonde des critères de convergence et de stabilité.

C'est bien entendu la crise de 2008 qui révélera le plus cruellement l'absence de coordination des politiques économiques. Elle agit en effet comme un « choc asymétrique », affectant certaines économies sensiblement plus que d'autres, sans qu'aucun mécanisme de fédéralisme budgétaire ne permette de le contrecarrer. Les marchés financiers qui traitaient jusqu'à présent les pays de l'euro de façon homogène vont réagir en affectant des taux d'intérêt particulièrement élevés à certains pays dont la dette est jugée plus risquée (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande), tandis que les autres pays (Allemagne, France) continueront de bénéficier de taux d'intérêt bas. C'est bien sur l'éclatement de la zone euro que spéculent désormais les marchés financiers.

Réponse des Etats à la crise : relance non-coordonnée puis plans d'austérité

Pour l'Union européenne, la première conséquence de la récession a été la mise entre parenthèses du PSC en raison des « circonstances exceptionnelles » prévues par le traité. Après s'être attelé au sauvetage de leur système bancaire (voir *infra*), engageant des moyens budgétaires sans précédent, les Etats ont pu faire jouer leurs stabilisateurs automatiques à des degrés variables et mettre en place des plans de relance à hauteur de plusieurs points de PIB, mais séparément et sans coordination. Sans soutien au revenu des ménages par les déficits publics, la croissance

-
1. La croissance potentielle peut être définie comme le niveau maximal de production soutenable sans accélération de l'inflation.
 2. Avec la procédure de 2005, les Etats membres pourront ainsi échapper à une « procédure de déficit excessif » (PDE) dès lors qu'ils se trouvent en situation de récession alors que cette exemption n'était jusqu'alors accordée qu'en cas de crise sévère (entraînant une perte supérieure ou égale à 2 points de PIB). La décision d'engager une PDE ne sera en outre prise qu'après examen d'un certain nombre de « facteurs pertinents », susceptibles d'entraîner la suspension de la procédure, et les délais seront également allongés.

annualisée du PIB au troisième trimestre 2009 aurait été amputée de 1 à 3 points (Natixis, 2010). Autrement dit, la sortie « technique » de la récession aurait été pratiquement annulée. Notons toutefois que l'ampleur de ces plans de relance est restée, dans l'Union européenne, plus faible qu'aux Etats-Unis : en moyenne 2,5 % de PIB sur 2009-2010 hors stabilisateurs automatiques, contre plus de 5 % outre-Atlantique. Une croissance « molle » (+1 à +2 %) a ainsi pu être restaurée. Dans un contexte de désendettement des ménages et des entreprises, l'activité ne pouvait cependant plus contribuer à réduire les déficits publics, si bien que mécaniquement ces derniers, tout comme les dettes publiques, ont continué de grimper. En l'absence de coordination européenne en matière de régulation et de financement des déficits, et dans certains cas en exagérant la menace des marchés financiers de surencherir sur les taux d'intérêt, la plupart des pays de la zone euro (mais aussi hors euro, voir Royaume-Uni) ont pris les devants en annonçant des plans d'austérité drastiques, dont l'analyse est au cœur de la présente *Chronique internationale de l'IRES*. L'élément symptomatique réside dans le fait que des pays qui n'avaient pas connu d'endettement privé ou public excessif adoptent à leur tour des politiques budgétaires restrictives (voir l'article d'A. Math dans ce numéro). L'Allemagne veut ainsi économiser 81 milliards d'euros en quatre ans. La France déploiera un effort de 100 milliards d'ici 2013, dont 45 mil-

liards proviendront de coupes dans les dépenses publiques. Du côté des Etats-Unis, l'heure est aussi à l'effort de réduction des dépenses publiques, afin d'enrayer un déficit budgétaire qui a atteint près de 10 % du PIB en 2009. Début 2010, B. Obama a annoncé un gel sur 3 ans des dépenses discrétionnaires (hors défense nationale) dans sa proposition de budget, qui doit être confirmée par le Congrès. Dans le même temps, il a mis en place une commission bipartite chargée de faire des propositions pour ramener le déficit fédéral courant à 4,2 % du PIB en 2020.

Un nouveau Fonds européen de stabilité financière mais un Pacte de croissance et de stabilité durci

La crise budgétaire grecque ainsi que la menace de son extension à l'Espagne, au Portugal et à l'Irlande ont ébranlé les fondements mêmes de l'UEM, nourrissant des inquiétudes et des analyses sur la survie de l'euro. Les attermoissements avant de décider enfin, en mai 2010, d'un « plan de sauvetage » de la Grèce – sous la forme d'un prêt de 110 milliards d'euros, associant le FMI ¹, et d'une série de mesures pour secourir de fait les banques créancières – trahissent la fragilité même des compromis sociopolitiques fondateurs de l'UEM. La dénomination péjorative de « PIGS » issue de la presse financière, pour désigner les pays les plus fragilisés financièrement ², est à cet égard révélatrice des dérapages qu'induit nécessairement la fissuration de ces compromis dans la crise.

1. Il convient d'observer que, depuis trois décennies, le FMI avait concentré ses interventions dans les pays dits en développement et que c'est la première fois qu'il intervient à nouveau dans des pays dits avancés (ceux de l'Union européenne).

2. « PIGS » pour *Portugal, Ireland, Greece and Spain*. L'acronyme joue cyniquement sur le rapprochement avec le mot anglais qui signifie « porc ».

L'ETAT SOCIAL A L'EPREUVE DE L'AUSTERITE

La crise grecque aura toutefois permis à l'Union européenne d'ouvrir des discussions sur l'opportunité de mettre en place des mécanismes de sécurisation des risques budgétaires débouchant sur la création, le 7 juin 2010, à l'initiative du Conseil ECOFIN, d'un Fonds européen de stabilité financière (FESF). Initialement prévu pour une durée de trois ans, celui-ci se voit doté de 440 milliards d'euros de garanties apportées par les Etats de la zone euro, auxquels s'ajoutent 250 milliards d'euros de prêts du FMI et 60 milliards d'euros de prêts de l'Union européenne. Rapidement adoubi par les marchés financiers (note « AAA » attribuée par les agences Fitch et Moody's), le dispositif a fait l'objet de débats et de compromis importants entre experts et représentants des gouvernements des pays de la zone euro quant à sa réglementation. L'Allemagne a ainsi obtenu que chaque Etat ne garantisse que sa part de contribution dans les prêts qui seraient octroyés. Le Fonds procédera par émission d'obligations, qualifiées d'« eurobonds », qui seront garanties de manière individuelle par les Etats, à hauteur de 120 % de leur clé de répartition au capital de la BCE. Une formule alternative avait pourtant été envisagée selon laquelle aurait primé la garantie solidaire de tous les Etats pour l'intégralité des prêts. Aboutissant, selon Angela Merkel, à « l'Union des transferts budgétaires », cette option fut vite écartée. En contrepartie de la création du Fonds, le groupe de travail sur la gouvernance économique présidé par Herman Van Rompuy a avancé des propositions concrètes pour durcir la discipline budgé-

taire : « Nous allons améliorer le Pacte (...) en créant davantage de sanctions, et surtout des sanctions intervenant plus tôt » a annoncé le président de l'Union européenne. L'idée serait de pouvoir déclencher au plus tôt, avant même d'avoir atteint la limite actuelle de 3 %, des procédures de déficit excessif (PDE) pour les pays qui n'ont pas suffisamment tenu compte des mises en gardes et dont la dette ne recule pas assez rapidement. Le groupe de travail a de surcroît suggéré l'élargissement de la palette des sanctions à la suspension du droit de vote pour les Etats contrevenants, proposition reprise par la déclaration franco-allemande dite de Deauville du 18 octobre 2010.

De son côté, un mois avant la création du Fonds, la Commission européenne, dans une communication intitulée « Renforcer la coordination des politiques économiques » (12 mai 2010) réaffirmait la pertinence des règles et des principes du PSC. Le 30 mai 2010, elle avançait la proposition – validée par le Conseil européen le 7 septembre 2010 – que les pays soient invités à présenter à la Commission et au Conseil leurs politiques budgétaires de court et de moyen terme, ainsi que leurs projets de réformes structurelles, avant même que ces derniers ne soient soumis au vote des parlements nationaux. Par ailleurs, la Commission a suggéré une procédure de surveillance accrue des grands équilibres économiques, au moyen d'un tableau de bord portant sur un ensemble d'indicateurs (compétitivité, solde commercial, endettement public et privé...), à la curieuse exception du taux de chômage¹. Notons

1. Notons que la surveillance macroéconomique fait significativement l'objet des trois premières lignes de la nouvelle « Stratégie 2020 » de la Commission européenne (garantir la viabilité des finances publiques ; résorber les déséquilibres macroéconomiques ; réduire les déséquilibres dans la zone euro).

qu'en contrepartie de ces PDE, rien n'a été envisagé pour contraindre les pays dotés de fortes marges de manœuvre économiques à entreprendre des politiques expansionniste (Mathieu, Sterdyniak, 2010).

Le Conseil européen qui s'est tenu les 28 et 29 octobre 2010 a choisi de pérenniser le Fonds européen de stabilité financière et de prévoir simultanément une procédure ordonnée de restructuration des dettes publiques des Etats de la zone euro. Cette procédure inclura en particulier la garantie que les investisseurs supportent une partie du risque et ne prêtent pas inconsidérément à un pays sous prétexte que le Fonds existe. Pour mener à bien ces deux orientations, les Vingt-sept ont opté pour une procédure d'ouverture du Traité de Lisbonne, l'Allemagne craignant que le Tribunal constitutionnel de Karlsruhe ne juge non conforme au Traité l'existence d'un mécanisme de secours permanent (clause dite de *no bailout*). Par ailleurs, les membres du Conseil n'ont pas validé la proposition de sanctions automatiquement déclenchées en cas de dépassement des 3 % de déficit public. Un moyen terme a été recherché à travers une procédure de sanction en deux temps. Sur proposition de la Commission, le Conseil des ministres des Finances décidera à la majorité qualifiée qu'un Etat n'a pas pris « les mesures correctrices nécessaires » dans un délai de six mois pour répondre aux exigences du Pacte. Ensuite, les sanctions s'appliqueront « automatiquement » sauf si une majorité qualifiée d'Etats vote contre. Enfin, la proposition, avancée par le groupe de travail sur la gouvernance économique, de suspendre les droits de vote au Conseil des ministres pour un Etat censé incarner une « menace permanente pour la stabilité de la zone euro » a

peu de chance d'aboutir, l'Irlande ayant notamment fait valoir qu'une telle disposition nécessiterait un référendum national.

Au total, la pérennisation du Fonds de stabilité financière constitue une étape significative de l'UEM. La zone euro disposera d'un équivalent européen du FMI. Un dispositif d'aide au financement des déficits publics et de restructuration de la dette publique (étalement des remboursements, défaut partiel, etc.) est mis en place, avec sa logique implacable de soumission aux normes de rigueur budgétaire fondées sur la « maîtrise » des dépenses publiques.

L'iconoclasme contraint de la BCE dans la gestion de la crise

En matière de régulation monétaire et financière, une division du travail s'était opérée jusqu'à la crise entre la BCE, dont l'indépendance par rapport aux gouvernements est ancrée dans les traités, et les Etats membres, qui contrôlent la supervision de leurs systèmes bancaires nationaux (contrôle prudentiel). L'article 105 du Traité de Maastricht (article 127 du TFUE) fixe en effet les missions de la BCE, dont la mission première est de maintenir la stabilité des prix dans les seize pays de la zone euro. Cet objectif a été quantifié par la BCE qui a fixé souverainement une cible d'inflation de 2 % en moyenne à moyen terme, à ne pas dépasser. Le soutien par la BCE des politiques économiques des pays de la zone euro est conditionné à l'atteinte de cet objectif. La crise, dont on rappellera ci-après les principaux enchaînements, a cependant contraint la BCE à sortir de ses principes d'action traditionnels (Bénassy-Quéré, Boone, 2010).

L'éclatement de la bulle hypothécaire américaine fin juillet-début août 2007 (crise des *subprimes*) entraîne un renchérissement du crédit interbancaire aux Etats-Unis et une défiance généralisée vis-à-vis des banques, qui se répand immédiatement en Europe. La BCE injecte pour 95 milliards d'euros de liquidités massives pour refinancer les banques européennes, allonge la maturité des prêts puis remonte son taux d'intérêt directeur à 4,25 % en juillet 2008. La faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre 2008, que le gouvernement américain décide de ne pas renflouer, entraîne un quasi-gel du marché interbancaire. La crainte d'une dégénérescence en crise systémique (paralyse du système de crédit à l'échelle internationale) oblige les banques centrales à agir de manière coordonnée et à affirmer leur rôle de prêteur en dernier ressort (Fried, 2008 ; Orléan, 2009a).

Baisse des taux d'intérêt et monétisation des dettes publiques

La Fed le fait beaucoup plus rapidement et plus amplement que la BCE. La première commence à baisser son principal taux directeur de 5,25 à 4,75 % dès septembre 2007. Ce mouvement de baisse sera continu tout au long de l'année 2008 avec une accélération après la faillite de Lehman Brother : ce taux oscille depuis décembre 2008 entre 0 % et 0,25 %. La BCE attend quant à elle le 8 octobre 2008 pour ramener, dans un premier temps, son taux directeur de 4,25 % à 3,75 % ; elle le baissera encore à six reprises jusqu'au 7 mai où il atteint 1 %, soit son niveau le plus bas depuis la création de l'UEM. Les actions de la Fed sont en outre tournées davantage vers le fonctionnement des marchés que vers les banques, du fait du rôle prédominant des

premiers dans le mode de financement de l'économie américaine (Kossuth, 2010). A l'inverse, la BCE se montre davantage soucieuse d'agir sur la liquidité et la trésorerie des banques pour compenser la diminution des prêts interbancaires et faciliter leurs opérations de refinancement, essentielles au financement des économies européennes (Vallageas, 2009). Au cours de l'année 2009, elle continue de prendre des mesures destinées à détendre les conditions sur le marché monétaire et à procurer des liquidités aux banques, en élargissant (en quantité et en qualité) la gamme de collatéraux acceptée en contrepartie de ses prêts. En mai, elle annonce un programme de rachat de bons du Trésor des pays de la zone euro, valable jusqu'à juin 2010, qu'elle mène à bien dans les délais prévus. Devant l'amélioration de la situation sur les marchés financiers observée dans la seconde moitié de l'année 2009, elle annonce en décembre de cette même année sa décision de sortir en douceur de cette politique dite « non conventionnelle ».

Mais l'amélioration est de courte durée et sa décision est remise à plus tard. Dès les premiers mois de 2010, une crise des dettes souveraines éclate, à la suite de la dégradation par les agences de notation de la note des dettes publiques de plusieurs pays européens, à commencer par celle de la Grèce qui ne peut plus refinancer sa dette au taux d'intérêt imposé par les marchés financiers. Une première mesure d'aide est annoncée fin mars 2010 par la BCE, qui accepte des obligations grecques de qualité moindre. Le 11 avril, les responsables de la zone euro se mettent d'accord sur des prêts bilatéraux à la Grèce pour un montant de 30 milliards d'euros. La crainte de la BCE d'une

LA CRISE COMME REVELATEUR DES ENJEUX DE L'UNION EUROPEENNE

contagion de la crise des dettes souveraines l'oblige à accentuer sa politique non conventionnelle. Elle multiplie les interventions sur les marchés des dettes publiques et privées¹ afin de garantir la profondeur et la liquidité des marchés, tout en poursuivant la baisse des taux d'intérêt.

Le 7 mai 2010, le Conseil européen valide un prêt de 110 milliards d'euros à la Grèce. Cette mesure ne suffisant pas à calmer les marchés financiers, un nouveau plan en quatre points est annoncé les lendemain et surlendemain :

1. la BCE décide de stabiliser le marché des dettes souveraines en acceptant d'acheter les titres de certaines dettes (Grèce, Irlande, Portugal), dont les banques européennes (notamment, les banques françaises, particulièrement exposées en titres de la dette grecque, mais aussi les banques allemandes et belges) sont les principales créancières et sur lesquelles porte principalement la menace (CAS, 2010).

Elle accepte en outre de distribuer des prêts à taux d'intérêt fixe aux pays en difficulté de la zone euro, en dépit de l'hostilité de l'Allemagne à une telle politique (peur de la perte d'indépendance de la BCE par rapport aux gouvernements européens, illustrée par le duel Merkel-Sarkozy et crainte d'une reprise de l'inflation) ;

2. l'instauration d'un Fonds européen de stabilité financière doté de 750 milliards d'euros, destiné à financer les pays en difficulté (voir *supra*) ;

3. en contrepartie, il est demandé aux Etats des mesures de consolidation budgétaire et des réformes structurelles du marché du travail (voir *supra* et articles nationaux) ;

4. un accord pour établir une forme de gouvernance économique de la zone euro et réduire le risque d'occurrence de nouvelles crises.

L'incertitude sur les effets de la politique monétaire non conventionnelle

L'ensemble de ces mesures a modifié tant la taille (multipliée par plus de 2 entre mi-2007 et octobre 2010) que la structure du bilan de la BCE (davantage d'opérations de refinancement des banques sur une plus longue durée). Pour l'heure, la BCE n'a pas relevé son taux d'intérêt directeur. Il est toujours à 1 % et cette situation devrait se prolonger aussi longtemps que la croissance n'est pas au rendez-vous, même si l'inflation a connu une légère remontée. Elle continue de procurer des liquidités à très bon marché au système bancaire et aux banques européennes les plus fragiles (en Grèce, en Espagne et plus récemment en Irlande). Face à la crise de la dette irlandaise, elle a dû reprendre à hauteur de 1 000 milliards d'euros ses achats de bons du Trésor début novembre 2010. Elle a ainsi racheté des bons du Trésor irlandais pour soutenir la dette publique et a refinancé les banques irlandaises pour assurer leur liquidité, de peur d'une contagion de la crise des dettes souveraines au sein de l'UE. Les perspectives pour l'année

1. Par l'achat de bons du Trésor sur les marchés primaires et non plus seulement sur les marchés secondaires, voir « The ECB's response to the Financial crisis », *ECB Monthly Bulletin*, October 2010.

L'ETAT SOCIAL A L'EPREUVE DE L'AUSTERITE

2011 sont incertaines : l'assainissement très partiel du système bancaire (Chesnais, 2010 ; Véron, 2010) ¹ de même que l'aide apportée par le Fonds européen de stabilisation auraient pu la conduire à relever ses taux ; mais les faibles perspectives de croissance et l'aggravation de la crise des dettes publiques et des banques risquent au contraire de l'en dissuader provisoirement. Une constante cependant caractérise la BCE : son obstination à exiger des pays de la zone euro la mise en place des politiques de redressement budgétaire drastique, dont les effets sur la croissance restent non seulement très incertains, mais sont aussi très dangereux.

Aujourd'hui, les Etats-Unis et l'UE se retrouvent grosso modo dans la même situation : ils ont à faire face tous deux à un taux de chômage élevé (autour de 10 %) et à un taux d'inflation faible (moins de 2 %). Or la BCE cherche à freiner sa politique monétaire expansionniste au moment où la Fed, face à l'atonie de la croissance américaine et à la persistance d'un chômage élevé, a lancé un second programme d'achats de bons du Trésor (600 milliards de dollars jusqu'à juin 2011) pour relancer la croissance. Cette différence dans la conduite de la politique monétaire tient essentiellement à deux raisons :

1. La Fed a un double mandat de soutien à l'emploi et de surveillance du taux d'inflation tandis que la BCE ne poursuit

qu'un seul objectif, celui la stabilité des prix ;

2. l'analyse que font les deux banques centrales du chômage et de leurs causes est différente : aux Etats-Unis, le président de la Fed, B. Bernanke, tend à attribuer le chômage à une contraction de la demande (chômage conjoncturel) plutôt qu'à des facteurs structurels ; en Europe au contraire, le président de la BCE, J-C. Trichet, insiste sur les causes structurelles du chômage (rigidité du marché du travail, inadéquation de l'O et de la D de travail), privilégiant de fait les politiques de réforme des marchés du travail.

Dans le cas américain, la nouvelle phase de création monétaire mise en place pour faire pression à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme et stimuler la croissance fait sens par rapport à l'objectif de réduction du taux de chômage, surtout en période de faible inflation. Mais outre le fait que cette politique a des résultats pour le moins incertains (et contestés au sein même de la Fed), le risque n'est-il pas que l'achat de bons du Trésor, associé à une politique d'austérité budgétaire, conduite d'une part à une situation de trappe à liquidité (inélasticité de la demande par rapport aux taux d'intérêt), et d'autre part à une situation de déflation (baisse des prix associée à une baisse de la production) (OFCE, 2010) ? De surcroît, l'hypothèse de chômage structurel ou d'hystérèse ² pourrait se vérifier pour les

1. Les banques grecques, portugaises, les caisses d'épargne régionales espagnoles et les banques régionales allemandes n'ont toujours pas remboursé la BCE, et ont demandé un rééchelonnement de leurs dettes, ne s'étant jamais remises des pertes subies sur les titres *subprime*. Les banques irlandaises connaissent une crise aiguë de solvabilité après avoir mis leur pays à genoux.

2. Il s'agit d'une situation où plus les individus restent au chômage, plus leurs qualifications s'érodent et plus leur retour sur le marché de l'emploi est compromis.

Etats-Unis, bien qu'elle fasse actuellement l'objet d'un débat contradictoire entre économistes ¹. La BCE ne dispose pas quant à elle de tous ces outils, bien qu'elle les ait utilisés exceptionnellement dans la crise de la dette souveraine grecque et continue de les utiliser dans la crise de la dette irlandaise. Mais il est évident que J-C. Trichet assume cette croissance de son mandat beaucoup plus difficilement que B. Bernanke, le patron de la Fed.

**Une régulation financière
toujours en chantier**

Il est utile de rappeler à ce stade que c'est une crise de l'endettement privé (ménages et entreprises) qui a déclenché la crise financière, laquelle s'est ensuite transformée en crise bancaire puis en crise des dettes souveraines. Cette crise est aussi une crise de la finance structurée. La titrisation des créances et des transactions de gré à gré sur des marchés non régulés a entraîné une dissémination des risques financiers au niveau mondial. Elle a mis en évidence brutalement l'extrême insuffisance des mécanismes de régulation financière existants.

**Les accords de Bâle III : des avancées
nettement insuffisantes au niveau
international**

La régulation financière intervient à un triple niveau. Au niveau international, le Comité de Bâle sur la supervision bancaire est chargé d'établir des recommandations en matière de liquidité et solvabilité bancaire, sous forme de standards ayant valeur de référence. C'est

suite à la faillite d'une banque allemande que les banquiers centraux des pays du G10 ont décidé en 1974 de se réunir régulièrement au sein d'un comité dit de Bâle, pour établir des règles visant à réduire les risques de crise financière systémique. La crise des Caisses d'épargne aux Etats-Unis dans les années 1980 a accéléré la signature en 1988 des accords de Bâle I (Rottier, Véron, 2010). Ces accords ont introduit un indicateur de solvabilité financière visant à mesurer le risque de crédit auquel une banque peut être exposée : le pilier I (*Tier one*) a ainsi été défini comme la somme des actions ordinaires et des profits mis en réserve (le capital social d'une banque) rapportée à l'ensemble de ses engagements ou actifs porteurs d'un risque de crédit (définis par chaque régulateur national). Il avait alors été fixé à 4 %. Les accords de Bâle II en 2004 n'ont pas modifié ce seuil mais ont élargi les types de risque, en ajoutant au risque de crédit un risque opérationnel et un risque de marché. A peine adoptés par les banques européennes à travers une directive européenne de 2006 (2006/49/CE), ces accords étaient voués à une obsolescence rapide du fait de l'éclatement de la crise financière. Les accords de Bâle III, pris dans l'urgence en 2010, et avalisés lors du sommet du G20 à Séoul en novembre 2010, sont censés être une réponse à cette crise. Ils resserrent la définition des actions ordinaires entrant dans la composition du capital des banques et élèvent le *Tier 1* à 7 % ², exigeant de ces dernières un quasi-doublement de leurs fonds propres. Il est cependant douteux que ces accords soient à la hauteur

1. Voir l'article sur les Etats-Unis dans ce numéro.

2. 4,5 % de leurs actifs pondérés en fonction des différents risques et 2,5 % du bilan comme matelas de sécurité.

des enjeux de stabilité du système financier international. D'une part, ce nouveau ratio de 7 % reste faible au regard des risques existants¹ et n'empêchera pas les banques de développer, au travers de filiales indépendantes, leurs activités de marché. D'autre part, ces accords n'ont pas force de loi. Ils dépendent du bon vouloir des Etats et des régulateurs nationaux pour leur mise en œuvre, laquelle prendra au mieux de 5 à 8 ans, voire plus, et impliquera nécessairement de fortes résistances de la part de certains Etats². Enfin et surtout, ce nouveau *Tier 1* n'empêchera pas les banques de prendre des risques en s'endettant (effet de levier), pratique qui a précisément conduit à la crise.

**Les initiatives de l'UE :
un pas en avant ...**

Au niveau européen, plusieurs institutions interviennent dans l'élaboration de la supervision bancaire et financière et sa mise en œuvre. La Commission européenne joue ici un rôle central *via* l'élaboration de directives visant à promouvoir l'intégration du marché des services financiers et la prise d'initiatives ponctuelles. Depuis le lancement du Plan d'action sur les services financiers (PASF) adopté lors du Conseil de Lisbonne en 2000, de nombreuses directives européennes ont été adoptées en vue de l'achèvement d'un marché unique des services financiers. Elles ont concerné

différents segments de ce marché (banques, assurances, sociétés de gestion collective en valeurs mobilières, marché des valeurs mobilières, etc.). Parmi elles, deux directives, plusieurs fois amendées (2009/65/CE et 2009/111/CE), sont en voie de révision à la suite de la crise financière³. Une troisième directive visant à réglementer les acteurs financiers potentiellement générateurs d'un risque systémique (fonds spéculatifs et fonds de capital-investissement) a été adoptée début novembre 2010 (voir ci-après). Parallèlement à l'élaboration de ces directives, le président de la Commission européenne avait confié il y a deux ans à une commission dirigée par J. de Larosière, ancien gouverneur de la Banque de France, un rapport portant sur un nouveau cadre de régulation du système financier au sein de l'UE. Les recommandations issues de ce groupe de travail insistaient sur la création de deux nouvelles autorités européennes de supervision financière, l'une chargée d'alerter les régulateurs nationaux et l'autre de coordonner leur travail. Cette première tentative de réaction coordonnée au niveau européen a été suivie en août 2010 par une décision de l'UE d'imposer des limites aux rémunérations ayant cours dans le secteur financier.

Le Conseil pour les affaires économiques et financières (ECOFIN), qui rassemble les ministres de l'Economie et des Finances des pays membres de l'UE, est

1. Pour preuve, la banque d'Irlande qui aurait un *Tier 1* de 8 % mais à qui les marchés financiers refusent de prêter, à cause de la sous-estimation des risques dont le calcul revient aux régulateurs nationaux selon des méthodes discrétionnaires.
2. Les banques locales allemandes devraient réduire leurs prêts d'environ un tiers, si elles devaient se conformer aux nouvelles règles de Bâle III concernant leurs fonds propres.
3. Le commissaire européen en charge du marché intérieur et de la régulation financière a déclaré récemment vouloir proposer des amendements à la directive sur le commerce de valeurs mobilières (2004/39/CE), en imposant une limite au volume croissant d'échanges qui ont lieu sur ce marché.

LA CRISE COMME REVELATEUR DES ENJEUX DE L'UNION EUROPEENNE

également actif en matière de régulation bancaire et financière. Au début des années 2000, il avait chargé A. Lamfalussy, ancien directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), de présider un groupe de travail chargé de faire des propositions pour améliorer la structure de régulation des marchés financiers. A la suite de ce rapport, trois comités consultatifs ont été créés, chargés de conseiller la Commission européenne et de contribuer à la mise en œuvre des directives européennes en matière financière : le Comité européen des superviseurs bancaires, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières et le Comité européen des contrôleurs d'assurance. Cependant, au niveau des Etats membres de l'UE, chaque banque centrale nationale continue de superviser son propre système bancaire national. En septembre 2009, le Comité européen des superviseurs bancaires avait tant bien que mal coordonné la mise en œuvre des fameux tests de résistance auprès de 91 banques européennes ¹.

L'aggravation de la crise bancaire et financière a conduit le Conseil ECOFIN en décembre 2009 à transformer ces comités en autorités de régulation juridiquement autonomes. Le Parlement européen a proposé des amendements pour renforcer l'édifice prévu (notamment la création d'un Fonds européen de garantie des dépôts). Cette nouvelle architecture comprend pour le moment :

1. un nouveau superviseur macro prudentiel, le Conseil européen du risque

systémique (CERS), au sein duquel la BCE (et le système des banques centrales européennes) se voit accorder un rôle central dans le maintien de la stabilité monétaire et financière ;

2. trois nouvelles autorités supranationales de supervision européenne issues des anciens comités, l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et l'Autorité européenne des valeurs mobilières (AEVM), intégrés aux autorités de supervision nationale dans le Système européen des superviseurs financiers (SESF).

Quels pouvoirs accrus auront ces nouvelles autorités de régulation, qui deviendront opérationnelles dès 2011 et qui ont été dotées de mandats très larges ? Quels outils auront-elles à leur disposition ? Le risque de tension entre ce niveau supranational et les intérêts des pays membres, défendus par les régulateurs nationaux, sera-t-il atténué ?

... mais des retombées incertaines, aux effets largement différés dans le temps

En préparation depuis 2009, la proposition de directive AIFM (Alternative Investment Management Fund) visant à encadrer l'activité des fonds spéculatifs et de capital-investissement a finalement abouti ². Un compromis a été trouvé après dix-huit mois de bagarres entre l'industrie des Hedge Funds (HF) et les régulateurs d'une part, les libéraux et les antilibéraux d'autre part. Les nouvelles règles sont moins contraignantes pour ces acteurs financiers que ce qui était prévu initialement.

1. Les banques irlandaises, qui avaient passé avec succès ces tests en juillet 2010, se retrouvent quatre mois plus tard insolubles.

2. Elle ne s'applique qu'aux HF et aux fonds de capital-investissement dont les valeurs en portefeuille dépassent 100 millions d'euros pour les premiers et 500 millions d'euros pour les seconds.

Ainsi, l'imposition d'une limite au recours à l'endettement (effet de levier)¹, pratique particulièrement porteuse d'un risque systémique, et les exigences de fonds propres ne figurent plus dans la proposition finale, ou de manière très amoindrie.

En quoi consiste donc cette nouvelle réglementation ? Il est désormais demandé à ces fonds de faire connaître leurs participations. Les rémunérations de leurs gérants seront plafonnées, notamment la rémunération à la performance et les bonus², en même temps que celles des banquiers et des courtiers. En contrepartie, les gérants de ces fonds, y compris ceux situés hors de l'UE (fonds *off shore*)³ devront s'enregistrer auprès des autorités nationales et pourront acquérir un passeport européen pour opérer plus facilement dans les pays de l'UE, à partir de 2013 pour les HF européens et 2015 pour les autres. Enfin, la Commission a proposé le 15 septembre 2010 un projet de règlement concernant la régulation des produits dérivés sur des marchés de gré à gré. Une nouvelle autorité, l'European Securities and Markets Authority (ESMA), sera chargée à partir du 1^{er} janvier 2011 de définir et de réviser régulièrement la liste des produits financiers désormais soumis à standardisation, enregistrement et compensation. Il faut ce-

pendant attendre le contenu de la version finale de ce règlement, après les débats et amendements en Conseil puis au Parlement européen, pour juger de la teneur et de l'efficacité d'un tel dispositif⁴.

Quelles que soient les différences entre les Etats-Unis et l'Europe du point de vue du calendrier et de l'ampleur des mesures adoptées (ou à venir) en matière de régulation financière⁵, l'hypothèse de la théorie des marchés efficients et de la supériorité de l'autorégulation concurrentielle reste centrale au modèle et au fonctionnement des systèmes financiers (Orléan, 2004 et 2009b). C'est cette hypothèse qui a nourri la loi de régulation financière aux Etats-Unis (Dodd-Frank Act) et c'est elle encore qui a alimenté les propositions européennes en la matière. Dans le cas européen, on pourrait y ajouter le principe de concurrence, central à la construction du grand marché intérieur (Dardot, Laval, 2009 ; Devoluy, 2009), dont la mise en œuvre poursuivie jalousement par la DG Concurrence se heurte à un besoin général de stabilité financière et de régulation renforcée (IMF, 2010). Ainsi, le principe de suprématie des marchés n'est absolument pas remis en cause, ni avec lui leur capacité à produire des innovations financières alors que celles-ci sont porteuses de risques inhérents à leur fonctionnement (produits dérivés, etc.).

1. Selon les familles de fonds classées en fonction de leurs stratégies d'investissement, McGuire et Tsatsaronis (2008) ont pu mesurer que cet effet de levier pouvait représenter entre 2 à 10 fois leurs actifs sous gestion.
2. En général, ils prélèvent 2 % d'honoraires sur le montant des actifs qu'ils gèrent et 20 % sur les gains. Selon la proposition actuelle, les gérants devront toucher la moitié de leur bonus en actions, et le paiement de 40 % de ce bonus au moins sera différé sur 3 ans.
3. 80 % des HF sont situés dans des paradis fiscaux.
4. Voir *Washington – Wall Street Watch*, n° 47, 24 octobre 2010 et *Alternatives économiques*, n° 296, novembre 2010.
5. Ces différences ne sont pas négligeables et sont plutôt à l'avantage des Etats-Unis quant à la dureté des mesures, à l'exception de la limitation des rémunérations des traders et autres acteurs de la finance.

D'autre part, les conglomérats financiers sont ressortis encore plus forts après qu'avant la crise, laquelle a poussé à leur concentration. Or plus ces conglomérats sont puissants et plus ils sont capables de faire valoir leurs intérêts auprès des législateurs et des instances de régulation, qu'ils savent « capturer » à leur profit¹. Enfin, le développement d'un *Shadow Banking System*², à l'origine de la crise, est à peine contenu par les régulations en cours, dont la mise en œuvre risque en outre de prendre des années des deux côtés de l'Atlantique. Certes certains acteurs de ce système seront dorénavant un peu plus contrôlés comme les courtiers, les fonds spéculatifs et les fonds de capital investissement ou encore les agences de notation (Bardos, 2009), mais leurs obligations de transparence sont, on l'a vu, fort limitées. Tout dépendra donc de la façon dont la réglementation va être élaborée par les régulateurs dans les mois, sinon les années, à venir. Enfin, la crise et les régulations qui en sont issues ne remettent pas en cause le vaste mouvement de libéralisation financière, porté d'abord par les Etats-Unis et le Royaume-Uni avant de s'étendre à l'Europe, qui a permis aux banques et aux institutions financières de prendre des risques démesurés, poussés par la seule logique de profit et les promesses de ré-

munération fabuleuses pour leurs dirigeants.

Conclusion : un *policy mix* renforcé

Non sans atermoiements, la gouvernance européenne, confrontée à de sérieuses tensions, aura permis de donner chair à de nouvelles institutions pérennes. Mais le nouveau Fonds de stabilité financière, garanti par les Etats, suffira-t-il à les protéger de la spéculation des marchés financiers, notamment l'Irlande qui fait face au plus lourd déficit budgétaire de la zone euro et au renchérissement rapide des taux d'intérêt³ ? La menace de contagion de la crise irlandaise au Portugal et à l'Espagne et la fragilisation de l'euro qui en résulte permettent d'en douter sérieusement. Non seulement les réponses de l'Union européenne n'ont pas été à la hauteur des enjeux de la crise mais, plus grave encore, elles ont conduit à un resserrement des termes du vieux *policy mix*. La politique budgétaire se voit certes dotée d'un nouvel instrument de règlement des déficits, mais ce dernier justifie en contrepartie le corset renforcé du PSC dont les critères inchangés sont inscrits à l'horizon 2013 pour chacun des pays de la zone euro. Un pas a été de ce fait franchi dans la supranationalité, pour mieux contraindre les Etats, au moyen d'un nouvel

-
1. L'exemple des liaisons incestueuses entre Goldman Sachs et l'administration Bush en est l'illustration la plus flagrante.
 2. Le développement du *Shadow Banking System* s'est appuyé sur la diffusion par les banques de pratiques de titrisation et d'effet de levier au travers d'instruments de couverture et de produits dérivés qui leur ont permis de développer des opérations hors bilan et hors des règles de contrôle prudentiel et de transparence, d'où cette expression. Voir *Washington-Wall Street Watch*, n° 40, 7 octobre 2010.
 3. Les taux des obligations irlandaises à dix ans sur le marché secondaire ont atteint 8,7 % à la mi-novembre 2010. Ils étaient à 6,5 % en septembre. Cela représente une différence de 6,19 % par rapport aux obligations allemandes qui servent de référence sur le marché européen de la dette, voir « Zone euro : la crise repart de plus belle », *Médiapart, Le journal*, 12 octobre 2010.

arsenal de sanctions, aux programmes d'ajustement budgétaire. Par ailleurs, le budget communautaire demeure ridiculement faible et interdit de ce fait toute impulsion budgétaire coordonnée. Au plan monétaire, la BCE a été contrainte de sortir de sa fonction habituelle et de jouer la carte du fédéralisme européen (notamment en monétisant les dettes souveraines de certains pays), mais le retour à l'orthodoxie est revendiqué haut et fort par Axel Weber, président de la Bundesbank et candidat à la succession de Jean-Claude Trichet. Au plan financier, trois nouvelles autorités de surveillance supranationales ont été mises en place, mais avec des effets différés et des trous importants dans les nouvelles régulations.

Imposés par l'exécutif européen et la BCE avec l'aide du FMI dans presque tous les pays de l'UE, les plans d'austérité condamnent les Etats à faire porter sur leurs populations le poids d'une crise déclenchée par les banques. Non seulement ces plans d'austérité risquent d'hypothéquer gravement la croissance à peine frémissante, voire même d'engendrer des processus déflationnistes, mais ils accentueront les inégalités au sein de l'Union, entre pays – aucune stratégie coopérative n'ayant véritablement été mise en place – et entre groupes sociaux, la majorité des économies budgétaires étant supportées par les salariés et notamment les plus fragiles d'entre eux qui subiront de plein fouet la réduction des dépenses sociales. Dès lors, d'où peut venir la croissance, pourtant au cœur de la stratégie 2020 portée par la Commission euro-

péenne qui scande pour mieux s'en persuader : « Growth, growth, growth »¹ ? La stratégie identifie les « goulots d'étranglement de la croissance ». Pour les combattre, trois réformes sont considérées comme prioritaires. Au cœur du débat social, la réforme des retraites figure au premier plan des objectifs de la Commission pour accroître « la soutenabilité des dépenses publiques ». En second lieu, les réformes des marchés du travail accompagnées de politiques de rigueur salariale notamment dans le secteur public, se voient elles-aussi inlassablement préconisées. Enfin, les systèmes de protection sociale sont partout appelés à des cures d'amaigrissement (Pochet, 2010). L'impasse est donc faite sur ce que pourrait être un nouveau *policy mix* fondé sur une politique économique communautaire active articulée à des objectifs de développement durable et de retour au plein emploi. Cette politique pourrait soutenir des dépenses publiques garantissant l'accès du plus grand nombre à des biens et services collectivement définis, ainsi que des investissements communautaires, notamment dans la recherche-développement, afin de donner une impulsion volontariste au modèle d'économie de la connaissance, curieusement toujours affiché comme central dans la stratégie européenne à l'horizon 2020.

Source

Bénassy-Quéré A., Boone L. (2010), « La zone euro en crise », *Problèmes économiques*, n° 3 003, 29 septembre.

Bardos M. (2009), « Les grandes agences de notation internationales : leur rôle annoncé

1. « L'objectif (de la stratégie 2020) devrait être d'augmenter d'un tiers le taux de croissance moyen de la période 2011-2020 par rapport à ce que l'on pourrait attendre d'un scénario n'impliquant aucun changement de politique, c'est-à-dire de passer d'environ 1,5 % à 2 % pour l'ensemble de l'UE-27 » (CE, 2010).

LA CRISE COMME REVELATEUR DES ENJEUX DE L'UNION EUROPEENNE

- dans la crise, vers quelle régulation ? » *Les Cahiers du Lasaire*, n° 38, juillet.
- CAS (2010), « La France et l'Europe face à la crise économique », *Note d'analyse*, n° 192, septembre (volets 1 à 4).
- CE – Commission européenne (2010), *Europe, 2020, Une stratégie de croissance intelligente, durable et inclusive*, COM (2010-2020), 03/03/2010.
- Chesnais F. (2010), « Répudiation des dettes publiques européennes ! », *Contre Temps*, n° 7, 3^e trimestre, Editions Syllepse.
- Dardot P., Laval C. (2009), *La nouvelle raison du monde – Essai sur la société néolibérale*, La Découverte, Paris, 2009.
- Dévoluy M. (2009), « La zone euro face à la crise : premières leçons », *Problèmes économiques*, n° 2 982, 11 novembre.
- Fried M. (2008), « De la crise des subprimes à la crise financière », *Les cahiers du Lasaire*, n° 35, avril.
- Goldman Sachs Global ECS Research (2010), « Thought on the Macroeconomic Impact of Basel III », *US Economic Analyst*, Issue n° 10/39, October 1.
- IMF (2010a), « Crisis Management and Resolution for a European Banking System », by W. Fonteyne, W. Bossu, L. Cortavarria-Checkley, A. Gustiniani, A. Gullo, D. Hardy et S. Kerr, *Working Paper*, n° 10/70, March.
- IMF (2010b), *Shaping the New Financial System*, IMF Staff Position Note, October 3.
- Kossuth L. (2010), « BCE et Réserve fédérale : portraits croisés sur fond de crise financière », *Conjoncture BNP Paribas*, n° 6, juin.
- Mathieu C, Sterdyniak H. (2010), « Faut-il corseter les politiques budgétaires dans la zone euro ? », <http://www.ofce.sciences-po.fr/clair&net/clair&net-79.htm>, 26 octobre.
- McGuire P., Tsatsaronis K. (2008), « Estimating hedge funds leverage », *BIS Working Paper*, n° 260, September.
- OFCE (2010), « La route vers la déflation, Perspectives 2010-2011 pour l'économie mondiale », *La Revue de l'OFCE*, n° 115, 2010/4.
- Orléan A. (2004), « Efficience, finance comportementale et convention: une synthèse théorique », in R. Boyer R., M. Dehove et D. Plihon, *Les crises financières*, rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation française, Paris.
- Orléan A. (2009a), *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Collections du Cepremap, Presses de l'ENS, Editions d'Ulm, Paris.
- Orléan A. (2009b), *Réflexions sur la finance de marché et ses crises*, université Jean Monnet, 2 février, <http://ses.ens-Lyon.fr>
- Parienty A. (2010), « Zone euro : de la convergence à l'éclatement ? », *Alternatives Economiques*, n° 295, octobre.
- Pochet P. (2010), « UE 2020 : impacts sociaux de la nouvelle gouvernance européenne », ETUI Policy Brief, *Politique sociale européenne*, n° 5/2010.
- Sinn H.-W. (2009), « Le Fonds de stabilisation financière, une fausse bonne idée », *Problèmes économiques*, n° 3 001, 1^{er} septembre.
- Rottier S., Véron N. (2010), « Not All Regulation is Global », *Policy Brief*, 10-22 September, Peterson Institute for International Economics.
- Vallageas B. (2009), « Analyse de la crise financière actuelle », *Revue de la régulation*, n° 5, septembre.
- Véron N. (2010), « The European Union has not yet solved its banking problem », Bruegel.