

# CONJONCTURE

Octobre 2018: n°7

## Partage des risques dans la zone euro : quelles perspectives ?

Le débat sur le partage des risques dans la zone euro s'est nettement amplifié depuis quelques années ; à cela, deux raisons essentielles : la prise de conscience de la nécessité de consolider la « maison » zone euro, mais aussi la préoccupation suscitée par une marge de manœuvre limitée pour affronter de futurs ralentissements économiques. Le partage des risques peut être public ou privé et, au sein de chaque canal, national ou transfrontalier. Le partage public transfrontalier des risques est appelé à jouer un rôle important pour renforcer le fonctionnement de la zone euro. Cependant, le défi est considérable car l'introduction d'un tel mécanisme pose aussi des questions de préengagement, de conditionnalité, d'aléa moral et de gouvernance. Enfin, le partage des risques doit être analysé en lien avec d'autres paramètres comme la prévention des risques, la gestion des risques et le renforcement de la résilience.

Par William De Vijlder

p.3

Types de partage des risques

p.5

L'évolution future du partage des risques dans la zone euro

p.8

Quels seraient les effets d'une fonction de stabilisation commune ?

**Eco**  
CONJONCTURE

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# Partage des risques dans la zone euro: quelles perspectives?

William De Vijlder

*Le débat sur le partage des risques dans la zone euro s'est nettement amplifié depuis quelques années ; à cela, deux raisons essentielles : la prise de conscience de la nécessité de consolider la « maison » zone euro, mais aussi la préoccupation suscitée par une marge de manœuvre limitée pour affronter de futurs ralentissements économiques. Le partage des risques peut être public ou privé et, au sein de chaque canal, national ou transfrontalier. Le partage public transfrontalier des risques est appelé à jouer un rôle important pour renforcer le fonctionnement de la zone euro. Cependant, le défi est considérable car l'introduction d'un tel mécanisme pose aussi des questions de préengagement, de conditionnalité, d'aléa moral et de gouvernance. Enfin, le partage des risques doit être analysé en lien avec d'autres paramètres comme la prévention des risques, la gestion des risques et le renforcement de la résilience.*

La question du partage des risques dans la zone euro fait l'objet, depuis quelques années, de nombreux débats dans les milieux universitaires et politiques, et ce, pour plusieurs raisons : tout d'abord, l'opinion largement partagée selon laquelle la zone euro n'est pas une union monétaire optimale ; ensuite, la reconnaissance du fait que la « maison » zone euro doit être consolidée ; enfin, les survivances de la crise de la dette souveraine et l'inquiétude liée à une marge de manœuvre monétaire et budgétaire limitée pour affronter la prochaine récession lorsqu'elle se produira. Une étude récente du FMI résume bien ce que l'on peut considérer comme le cœur du problème : « La stabilité d'une union monétaire dépend de sa capacité à faire face aux chocs idiosyncratiques affectant ses États membres en l'absence de politique monétaire indépendante. De plus, les rigidités des prix et des salaires ainsi que la mobilité limitée de la main-d'œuvre ... diminuent l'aptitude d'un pays à s'ajuster aux chocs idiosyncratiques. Dans ces conditions, il est essentiel de mettre en place des mécanismes de partage des risques afin de parvenir à une protection de revenus et à un lissage de la consommation »<sup>1</sup>. Ce débat pourrait avoir, selon son degré d'avancement, d'importantes conséquences pour les ménages, les entreprises, le secteur public ainsi que pour les marchés financiers. Ces conséquences peuvent aller de la réduction structurelle du risque économique réalisé, avec impact positif sur la croissance, à des questions récurrentes sur le fonctionnement de l'UEM susceptibles d'entraîner un accroissement de l'incertitude structurelle avec, à la clef, des effets négatifs pour la croissance.

## Zone monétaire optimale et partage des risques

Dans la théorie des zones monétaires optimales (ZMO), la notion d'« optimalité » s'applique aux caractéristiques d'une ZMO : « la mobilité de la main-d'œuvre et des autres facteurs de production, la flexibilité des

prix et des salaires, l'ouverture économique, la diversification de la production et de la consommation, la similarité des taux d'inflation, l'intégration budgétaire et l'intégration politique »<sup>2</sup>. Lorsque des pays partagent ces caractéristiques, il est moins nécessaire d'effectuer des ajustements de taux de change et l'introduction d'une monnaie unique devient possible. L'existence de différences structurelles avec d'autres États membres ne doit pas empêcher un pays de rejoindre une zone monétaire à condition que l'intégration financière soit suffisante pour permettre l'adoption de mécanismes internationaux de partage des risques. « Le partage des risques signifie qu'une entité acquiert une créance sur les flux de revenus futurs d'autres entités, qui ne sont pas corrélés avec sa propre source principale de revenus, ce qui lui permet de lisser les fluctuations de la somme de biens et services qu'elle consomme dans le temps »<sup>3</sup>. Ces mécanismes sont indispensables pour remédier aux différences en termes de sensibilité aux chocs à l'échelle de la zone euro ainsi qu'à des réactions divergentes à la politique monétaire commune. De plus, la possibilité de chocs asymétriques propres à un pays implique la nécessité d'un partage des risques, en raison de l'absence de politique monétaire autonome au niveau du pays concerné, sauf marge de manœuvre suffisante de la politique budgétaire. Or, dans la plupart des cas, cette marge est limitée, voire inexistante.

Une certaine hétérogénéité en termes de situation conjoncturelle ou de caractéristiques structurelles peut en fait améliorer les opportunités de diversification des risques et, par conséquent, le partage des risques par le biais d'investissements internationaux. C'est là une simple application de la théorie moderne du portefeuille : un investisseur jusque-là exclusivement exposé aux flux de revenus nationaux peut diversifier et réduire ses risques en investissant sur les marchés internationaux dans la mesure où les flux de revenus sont imparfaitement corrélés. En cas de choc spécifique à un pays, la diversification au plan international amortira l'impact négatif en termes de rendement sur le portefeuille de l'investisseur. « Il s'ensuit que la

<sup>1</sup> Davide Furceri et Aleksandra Zdzienicka (2013) : *The Euro Area Crisis : Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?* document de travail du FMI 13/198

<sup>2</sup> Francesco Paolo Mongelli (2002) : *'New' views on the optimum currency area theory : what is EMU telling us?*, document de travail de la BCE, n°138

<sup>3</sup> Commission européenne (2007)



théorie de la zone monétaire optimale comme celle sur le partage international des risques supposent, pour leur fonctionnement, une intégration des marchés, mais à des fins différentes, voire opposées. Le fait de devenir une ZMO implique une plus grande flexibilité pour une meilleure synchronisation des cycles conjoncturels alors que l'approche relative au partage des risques privilégie la synchronisation transfrontalière de la consommation, en faisant des écarts de croissance de la production une opportunité de diversification<sup>4</sup> ».

## Types de partage des risques

Les investissements internationaux ne sont que l'un des divers canaux de partage des risques. Comme le montre l'encadré 1, nous distinguons quatre types de partage des risques selon que le canal est privé ou public et, au sein d'un canal donné, selon que le partage des risques est national ou transfrontalier.

### Types de partage des risques

	Transfrontalier	National
Privé	Canal des actifs Canal du financement Canal du marché du travail	Canal de l'épargne Canal du marché du crédit
Public	Transferts Financement temporaire « Fonds pour les mauvais jours » (« Rainy Day Fund ») Politique contracyclique à l'échelle de l'union	Politique contracyclique Stabilisateurs automatiques

Encadré 1

Source : BNP Paribas et références dans le texte

## Partage privé transfrontalier des risques

Ce type de partage des risques peut fonctionner par le biais de trois canaux : celui des actifs, celui du financement et celui du marché du travail. Le premier correspond à la description donnée dans le paragraphe précédent : les ménages d'un pays donné investissent directement ou indirectement sur les marchés de capitaux étrangers, ce qui entraîne une diversification des risques dès lors que les rendements des investissements nationaux sont imparfaitement corrélés avec ceux des investissements étrangers. Ces derniers peuvent être libellés dans une autre monnaie, mais la réduction des risques générée par des actifs imparfaitement corrélés peut, dans ce cas, être annulée par l'introduction du risque de change (à moins que ce dernier fasse l'objet d'une couverture permanente). Le terme « étranger » peut également

<sup>4</sup> Cinzia Alcidi, Paolo D'Imperio et Gilles Thirion (2017) : *Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area : A comprehensive comparison*, document de travail CEPS, n°2017/04

signifier un autre pays de la zone euro. Farhi et Werning (2017)<sup>5</sup> montrent que « cela donne lieu à une externalité de la demande agrégée ex ante : les avantages sociaux liés au partage international des risques sont plus importants que ne l'estiment les agents économiques privés, dans la mesure où ils n'internalisent pas ces effets indirects de stabilisation macroéconomique et où ils ne retiennent que le rôle microéconomique direct de lissage de la consommation ». Les effets indirects de stabilisation macroéconomique sont liés à l'amortissement du choc idiosyncratique, dont se féliciteront non seulement le pays affecté par ce choc, mais aussi ses partenaires commerciaux de l'union monétaire. C'est la raison pour laquelle les auteurs préconisent l'encouragement, par les gouvernements, des investissements internationaux au sein de l'union monétaire.

Le canal du financement, qui fonctionne par l'intermédiaire du crédit bancaire transfrontalier et des marchés de capitaux (émissions d'obligations et d'actions), est particulièrement adapté aux entreprises. Le partage des risques revêt dans ce cas un caractère particulier. Au lieu d'atténuer l'impact d'un choc idiosyncratique sur les bénéfices des entreprises, il consiste à fournir un accès permanent aux fonds en diversifiant les sources de financement au plan international : les sources nationales de financement peuvent se tarir en raison d'une crise du crédit et/ou d'un bond des taux d'intérêt consécutif au choc spécifique à un pays. À terme, l'Union bancaire européenne et l'Union des marchés de capitaux seront bien placées pour mettre pleinement à profit ce mécanisme de partage des risques.

Vient enfin le canal du marché du travail ou canal du partage des risques par le biais du revenu du facteur travail : il s'agit de ressortissants d'un pays donné travaillant à l'étranger à titre de frontaliers ou d'expatriés, de personnes qui envoient des fonds à leur famille restée dans le pays d'origine ou qui ont simplement décidé d'émigrer dans un autre pays pour y travailler et échapper ainsi à la situation économique difficile de leur pays d'origine. « Ce canal implique la libre circulation des travailleurs ainsi que les conditions préalables à une forte mobilité de la main-d'œuvre, dont l'investissement dans le capital humain, la flexibilité des salaires et des heures ouvrées, la portabilité des droits de sécurité sociale et la facilité de création et de cessation d'activité »<sup>6</sup>.

## Partage privé national des risques

Dans ce cas, le partage des risques revêt un caractère intertemporel : pour réduire l'impact d'un choc spécifique à un pays sur leur consommation, les ménages peuvent emprunter, réduire leur taux d'épargne ou vendre des actifs. C'est la raison pour laquelle on le désigne également par canal du lissage de la consommation, canal de l'épargne ou canal du marché du crédit.

<sup>5</sup> Farhi E. et Werning I. (2017) : *Fiscal Unions*, document de travail NBER n° 18280

<sup>6</sup> Commission européenne (2016) : *Cross-border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States*, rapport trimestriel sur la zone euro, Volume 15, n°2



## Partage public transfrontalier des risques

En théorie, cette approche peut consister en des transferts permanents ou temporaires, en un financement temporaire y compris par le biais d'organisations internationales, en des « fonds pour les mauvais jours » (« *rainy day funds* ») ou même en une politique budgétaire contracyclique à l'échelle de l'union. Dans la réalité, l'éventail des possibilités sera plus limité pour des considérations liées à l'aléa moral, aux comportements de « passager clandestin » (« *free riding behaviour* »), aux engagements de responsabilité et à la mutualisation de la dette : « les canaux publics du partage des risques transfrontalier ... impliquent une grande solidarité entre les partenaires et, bien sûr, une plus grande intégration politique et institutionnelle entre eux, y compris un système commun de prise de décision, garantissant une légitimité démocratique et le respect du principe de responsabilité »<sup>7</sup>

## Partage public national des risques

Telle est, traditionnellement, la vocation des politiques budgétaires contracycliques. Les emprunts publics servent à maintenir, voire à augmenter les dépenses publiques et à financer le fonctionnement des stabilisateurs automatiques. Cependant, l'absence de marge de manœuvre peut constituer un frein en la matière. La montée des inquiétudes entourant la viabilité de la dette peut déclencher de fortes hausses des rendements obligataires et cette spirale, en s'autorenforçant, peut elle-même finir par provoquer une crise du financement.

## Estimations empiriques de l'importance du partage des risques

La recherche empirique sur l'importance relative des mécanismes de partage des risques suit, traditionnellement, la méthode par décomposition du PIB en différents agrégats, adoptée par Asdrubali et al (1996)<sup>8</sup> dans leur étude de référence

$$GDP = \frac{GDP}{NI} \cdot \frac{NI}{DNI} \cdot \frac{DNI}{DNI + G} \cdot \frac{DNI + G}{C + G} \cdot (C + G)$$

où GDP = *gross domestic product* (produit intérieur brut ou PIB), NI = *net national income* (revenu national net ou RNN), DNI = *disposable national income* (revenu national disponible ou RND), G = *government consumption* (consommation publique), C = *private consumption* (consommation privée).

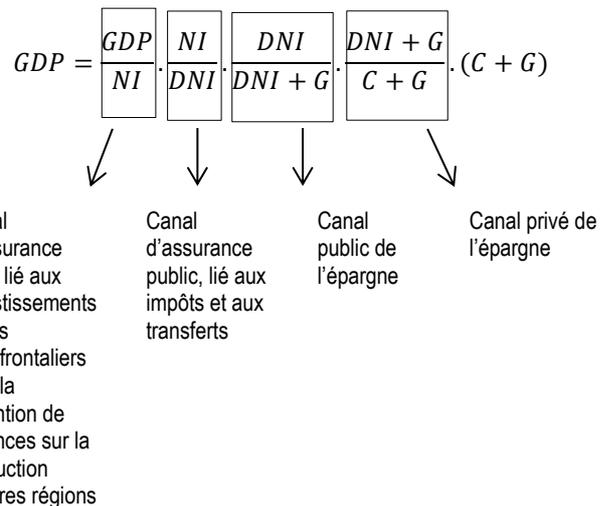
« Les rapports du membre droit de l'équation peuvent être interprétés comme des canaux spécifiques par lesquels les risques sont absorbés. Le premier rapport GDP/NI (PIB/RNN) correspond à l'assurance des revenus découlant des portefeuilles d'investissement diversifiés. La

<sup>7</sup> Commission européenne (2016)

<sup>8</sup> Pierfederico Asdrubali, Bent E. Sorensen et Oved Yosha (1996) : *Channels of interstate risk sharing : United States 1963-1990*, The Quarterly Journal of Economics, novembre 1996

valeur NI (RNN) mesure le revenu (net des dépréciations) perçu par les résidents d'un pays, qu'il soit généré sur le territoire national ou à l'étranger, tandis que la valeur GDP (PIB) correspond au produit généré par les activités de production sur le territoire économique national ... Pour sa part, le ratio NI/DNI (RNN/RND) peut être interprété comme le canal public d'assurance lié aux impôts et transferts, car le DNI (RND) correspond au revenu dont disposent les ménages après déduction des impôts et addition des transferts. Enfin, les rapports DNI/(DNI+G) (RND/(RND+G)) et (DNI+G)/(C+G) ((RND+G)/(C+G)) correspondent au lissage via, respectivement, les canaux public et privé de l'épargne »<sup>9</sup>.

### Estimations empiriques



Encadré 2

Source : Ferrari et Rogantini Picco (2016)

La littérature empirique est assez volumineuse. L'annexe donne un aperçu non exhaustif basé sur divers articles et documents (récents)<sup>10</sup>. En résumé, ces articles et documents montrent que :

1. Le pourcentage de lissage des chocs est nettement plus élevé aux États-Unis que dans la zone euro
2. Les canaux de lissage de la consommation sont également différents. Aux États-Unis, les marchés de capitaux jouent un rôle considérable. Dans la zone euro, le partage des risques via les marchés de capitaux est très limité, mais le partage public des risques y est significatif
3. Après la Grande crise, il convient de distinguer entre les pays du noyau dur et ceux de la périphérie au sein de la zone euro. Dans ces derniers, les politiques publiques nationales ont été procycliques, entraînant un délissage ; en revanche, les prêts accordés par les institutions européennes ont permis un lissage de la consommation.

<sup>9</sup> Alessandro Ferrari and Anna Rogantini Picco (2016) : *International risk sharing in the EMU, ESM*, document de travail n° 17, 2016

<sup>10</sup> Ioannou et Schäfer (2017) donnent également un aperçu de la littérature sur le partage des risques.



Selon le FMI (2013), la zone euro ne dispose pas d'un partage des risques d'un niveau comparable à celui observé dans des fédérations ou des pays comme les États-Unis, le Canada et l'Allemagne qui lissent environ 80 % des chocs locaux contre un niveau inférieur de moitié pour la zone euro : « *en d'autres termes, une contraction du PIB d'environ 1 % dans l'un des pays de la zone euro entraîne une baisse de la consommation des ménages de 0,6 % (contre 0,2 % aux États-Unis, au Canada et en Allemagne)* ». De plus, les marchés de capitaux jouent un rôle limité en raison d'une plus faible détention transfrontalière des actifs. « *Pour autant qu'il existe une protection face aux chocs dans la zone euro, elle est générée par l'épargne et l'emprunt transfrontaliers. Cependant, ce canal a tendance à voler en éclats en période de repli conjoncturel et de crise financière sévères, au moment même où le partage des risques est le plus indispensable, les marchés internationaux du crédit étant alors peu disposés à accorder des prêts (Furceri and Zdzienicka, 2013). La crise actuelle n'a pas fait exception à la règle, comme le montre le gel des marchés de capitaux dans les pays « périphériques » de la zone euro* ». Ils font enfin remarquer la quasi-inexistence d'un partage transfrontalier des risques budgétaires dans l'Union européenne comme dans la zone euro. « *Ce constat n'a rien de surprenant au vu de la taille modeste du budget de l'UE, de la priorité accordée à l'harmonisation des niveaux de vie (au moyen des fonds structurels et du fonds de cohésion) et non aux possibilités de partage des risques, et du transfert global limité de l'autorité budgétaire en faveur de l'Union européenne* ».

Dans une importante étude, publiée récemment, Cimadomo et al. (2018) recourent à une méthode empirique différente et mettent en évidence un niveau nettement plus élevé de partage des risques. Ils partent de l'observation selon laquelle dans un système parfait de partage des risques, l'analyse de régression entre les différences existant entre les membres de la zone euro en termes de consommation par habitant (variable dépendante) et en termes de production par habitant (variable explicative) donnerait un coefficient bêta égal à zéro (pas de corrélation). À l'évidence, le coefficient de régression pourrait être différent de zéro pour d'autres raisons que le partage imparfait des risques ; c'est la raison pour laquelle ils utilisent plusieurs variables de contrôle (différences de fiscalité, de rendements obligataires, etc.). Pour évaluer l'existence d'un partage privé des risques, ils incluent des données de la BRI sur les prêts bancaires transfrontaliers ainsi que des données du FMI sur les portefeuilles d'instruments financiers internationaux. Le partage public des risques est mis en évidence par le biais des données sur l'aide accordée par le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité (MES). Ils constatent que « *dans les premières années de l'UEM seuls 40 % des chocs de production spécifiques à un Etat étaient absorbés* ». Après la crise de la dette souveraine dans la zone euro, 65 % de ces chocs étaient absorbés, ce qui s'explique par une plus grande intégration financière et la mise en place de prêts par le FESF et le MES. Il est intéressant de noter que « *concernant les canaux privés du partage des risques, les détentions transfrontalières d'actions et de titres de dette semblent être les plus efficaces pour lisser la consommation. Ce constat revêt une importance particulière s'agissant des liens entre pays du « noyau dur » et ceux de la « périphérie » de l'UEM* ». Ainsi qu'il ressort de leurs calculs, les prêts

bancaires transfrontaliers sont procycliques et « *tendent à engendrer une amplification des chocs plutôt qu'une absorption de ces derniers* ».

## L'évolution future du partage des risques dans la zone euro

Le partage des risques est d'autant plus important qu'un pays est membre d'une union monétaire. Par définition, la politique monétaire commune limite l'autonomie des politiques au niveau national de sorte qu'un partage des risques s'impose pour amortir l'impact des chocs asymétriques ainsi que l'impact divergent de chocs vécus de manière semblable. Devant la faiblesse actuelle du partage des risques, mise en évidence dans de nombreuses études, la principale question qui se pose à la zone euro est celle des moyens à mettre en œuvre pour le renforcer. On trouvera ci-après, comme indiqué dans l'encadré 1 la liste des diverses options possibles.

### Canal privé/transfrontalier

Dans une union monétaire, l'amélioration du canal des actifs par la stimulation des investissements transfrontaliers pose la question de la corrélation entre les marchés, tout au moins en temps normal : la diversification internationale des obligations souveraines des pays membres de la zone euro n'entraînera qu'une réduction limitée des risques en raison du niveau de corrélation élevé existant entre ces obligations. La situation serait, en revanche, différente en cas de choc idiosyncratique entraînant, par exemple, une crise du financement : avec une partie de la dette du secteur public détenue à l'étranger (les investisseurs domestiques ayant diversifié leurs avoirs au plan international), les pertes liées à l'évaluation à la valeur de marché, telles que reflétées par l'envolée des rendements obligataires, sont partagées au niveau international, au lieu d'être exclusivement supportées par les investisseurs du pays d'émission. Cependant, cela peut entraîner des effets de contagion, comme on a pu le constater pendant la crise de la dette souveraine dans la zone euro. La diversification internationale peut devenir un processus fondé sur des critères très sélectifs, les investisseurs optant uniquement pour les émissions souveraines les plus sûres, dans la perspective d'une couverture du risque de perte extrême plutôt que d'amélioration du rendement (auquel cas les émissions les plus risquées seraient privilégiées). Pour cette même raison, ce type d'opération peut s'avérer très tactique du fait du coût d'opportunité de l'investissement dans des titres à faible risque et, partant, dans des titres souverains à faible rendement en période de calme sur les marchés et d'appétit élevé pour le risque. La diversification tactique des risques peut donc entraîner des réallocations transfrontalières brutales et significatives du portefeuille et conduire à des arrêts brutaux des flux de capitaux.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Cimadomo et al. (2018) parlent de la propriété « à double tranchant » des marchés de capitaux, qui agissent, dans certains cas, comme un absorbeur de chocs en contribuant au partage des risques et, dans d'autres, comme un amplificateur de chocs, entraînant une propagation internationale des risques.



La mise en place d'un partage transfrontalier des risques au moyen d'investissements en actions peut se heurter à des obstacles pratiques : les entreprises peuvent avoir déjà une exposition économique internationale diversifiée (ce qui réduit la nécessité d'investissements internationaux au niveau des ménages). De plus, les entreprises des grands pays peuvent être surreprésentées dans les principaux indices boursiers internationaux de sorte qu'il est plus difficile pour les résidents de ces pays de mettre en place des stratégies de diversification des risques (en raison de l'impact sur l'erreur de suivi (*tracking error*) d'un portefeuille<sup>12</sup>). Cela aurait pour effet de limiter les opportunités de partage des risques par le biais des marchés actions de la zone euro.

Le développement du rôle du canal du financement, qui fonctionne par l'intermédiaire des marchés du crédit bancaire transfrontalier et des marchés de capitaux (émissions d'obligations et d'actions), vise à assurer un accès permanent aux fonds en diversifiant les sources de financement au plan international. L'achèvement de l'Union bancaire européenne et la création d'une Union des marchés de capitaux jouent à cet égard un rôle clé. La question de l'union bancaire a été traitée par Mark Carney dans un discours prononcé en 2014<sup>13</sup> : « *Pour être efficaces, les unions monétaires doivent disposer d'un large éventail d'institutions visant à appuyer un secteur financier intégré et efficient. Communément appelées « unions bancaires », elles sont dotées notamment des caractéristiques suivantes : des normes de supervision communes, l'accès à la liquidité banque centrale et aux mécanismes de prêteur de dernier recours, des mécanismes de règlement communs et un régime crédible de garantie des dépôts. L'absence d'union bancaire peut avoir pour effet de limiter les flux de capitaux transfrontières, de compromettre l'efficacité de la politique monétaire et, dans les cas extrêmes, de porter atteinte à la viabilité de l'union en soi. Il est aussi difficile de dissocier les institutions qui font l'union bancaire des dispositifs budgétaires nationaux qu'il est de séparer la solvabilité des banques de celle des États.* »

Pour la BCE<sup>14</sup>, « *l'avantage macroéconomique majeur susceptible de découler d'une plus large pénétration transfrontalière des marchés bancaires dans la zone euro pourrait être d'encourager le partage des risques financiers privés, ce qui pourrait améliorer le fonctionnement de l'Union monétaire. D'après la littérature sur le partage des risques, après les portefeuilles d'actions transrégionaux et transfrontaliers, le crédit transrégional ou transfrontalier est le deuxième mécanisme privé le plus efficace permettant aux agents économiques de se prémunir contre les chocs nationaux* ». Le crédit de détail transfrontalier est très peu développé, d'où l'attention accordée aux fusions et acquisitions transfrontalières dans le secteur bancaire, d'un point de vue macroéconomique. En outre, « *une consolidation transfrontalière offre, par exemple, l'avantage de disposer d'une base de financement stable supplémentaire liée aux dépôts des particuliers à l'étranger, qui seront souvent affectés par des chocs différents de ceux impactant les déposants du pays d'origine* »<sup>15</sup>. La mise en pratique est une tout autre

affaire. Même si l'on peut se féliciter de la décision prise lors du Sommet de la zone euro, le 29 juin 2018, selon laquelle le Mécanisme européen de stabilité (MES) va servir de filet de sécurité au Fonds de résolution unique, concernant le Système européen de garantie des dépôts, le seul accord obtenu est « *l'élaboration d'une feuille de route en vue du démarrage des négociations politiques sur le Système européen de garantie des dépôts* ».

Concernant l'Union des marchés de capitaux (UMC), sa mise en place, selon la Commission européenne « *doit absolument progresser pour que les ménages et les entreprises bénéficient de sources de financement plus innovantes, plus soutenables et plus diversifiées, moyennant, par exemple, un meilleur accès au capital-risque ou au financement par fonds propres et une moindre importance du financement par l'emprunt. En tant que telle, l'UMC permettra de renforcer le partage des risques via le secteur privé et la résilience globale du secteur financier. Elle contribuera par là même à renforcer la stabilité macrofinancière de l'économie dans son ensemble en cas de chocs économiques* »<sup>16</sup>. La contribution de l'UMC au partage des risques et à une plus grande stabilité macrofinancière est assez évidente, mais son principal avantage résidera surtout dans la diversification des sources de financement et, comme on peut s'y attendre, dans la baisse des coûts de financement et l'accélération de la croissance. Le partage international des risques s'en trouvera-t-il nettement amélioré ? Cela est moins sûr, car les ménages disposent déjà de nombreuses opportunités de diversification de leurs investissements au plan international.

Concernant le rôle du canal du marché du travail dans le partage des risques, certains auteurs estiment que l'encouragement de la mobilité de la main-d'œuvre dans la zone euro pourrait avoir des retombées considérables : « *L'un des principaux arguments tient dans la question suivante : pourquoi le partage des risques, par le biais des marchés des facteurs de production, est-il si faible au sein de l'UEM ? De toute évidence, la réponse est que le marché du travail et les marchés de capitaux sont bien plus fragmentés. En d'autres termes, même si l'UEM est fortement intégrée pour ce qui est du commerce des biens, elle reste très morcelée pour les échanges de services et échanges financiers... On peut en conclure que la mise en place d'une union des marchés de capitaux, ajoutée à un marché des services bien plus intégré et à la libre circulation des travailleurs, pourrait largement compenser l'absence d'union politique* »<sup>17</sup>. On peut néanmoins se demander s'il n'y a pas là un risque de conflit d'objectifs ? Prenons un pays A, membre de la zone euro, plongé dans une récession sévère. La migration de la main-d'œuvre dans le pays B, autre État membre de la zone euro, où le PIB continue de croître, permet de lisser l'impact de la crise du pays A sur les ménages de ce même pays A. Mais quel sera l'impact macroéconomique sur ce dernier : les ménages se transformeront-ils en navetteurs ? Y aura-t-il des transferts de fonds ? Cela ralentira-t-il la reprise dans le pays A ? Cela contribuera-t-il à une divergence structurelle entre A et B, etc. ? On peut, intuitivement, en

<sup>12</sup> L'erreur de suivi (*tracking error*) indique dans quelle mesure la performance d'un portefeuille peut s'écarter de celle de l'indice de référence.

<sup>13</sup> *The economics of currency unions*, discours prononcé par Mark Carney, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, 29 janvier 2014

<sup>14</sup> BCE (2017) : *Intégration financière en Europe*, mai 2017

<sup>15</sup> BCE (2017)

<sup>16</sup> Commission européenne (2017) : document de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire, COM (2017) 291, 31 mai 2017

<sup>17</sup> Valentina Milano (2017) : *Risk sharing in the euro zone : the role of European institutions*, Center for Labor and Economic Growth, Department of Economics and Finance, LUISS Guido Carli, document de travail n° 01/17, mars 2017



déduire que ce type de partage privé des risques implique la nécessité de renforcer le partage public transfrontalier des risques.

## Canal privé/national

Le rôle des canaux d'ajustement des chocs asymétriques par l'épargne et le marché du crédit dépend dans une très large mesure de décisions intertemporelles de lissage de la consommation des ménages, de leur accès au crédit et de leur disposition à abaisser le taux d'épargne (ce qui est fonction, entre autres, de l'incertitude à court et long terme). À cet égard, un système bancaire stable et, de manière plus générale, la stabilité financière, jouent un rôle clé. L'achèvement de l'Union bancaire pourrait indirectement contribuer à un meilleur partage des risques.

## Canal public/national

Ce canal relève de la responsabilité des gouvernements nationaux qui sont confrontés à une contrainte de financement et une contrainte de viabilité de la dette. Face à un renversement de la conjoncture, la santé des finances publiques déterminera la possibilité de laisser les stabilisateurs automatiques jouer leur rôle et, au-delà, d'envisager le recours à une politique budgétaire contracyclique pour un meilleur lissage. Lorsque la marge de manœuvre de la politique budgétaire est déjà insuffisante et que la dynamique du ratio dette sur PIB est très sensible à une réduction de la croissance économique réelle, les marchés risquent fort d'appliquer une prime de risque plus élevée, accélérant par-là l'augmentation du ratio dette sur PIB. « *Les finances publiques ne peuvent permettre un lissage de grande ampleur en cas de récession longue et sévère que si les États constituent une épargne au préalable. Il en va tout autrement du partage des risques via la détention croisée de titres – les investisseurs étrangers partageront alors le risque de dépréciation des actions, mais cela ne conduit pas, en général, à une situation de spirale de la dette dans laquelle un fort endettement génère un risque de défaut souverain, entraînant une hausse des paiements d'intérêts, d'où un accroissement de la dette, et ainsi de suite.* »<sup>18</sup>

## Canal public/transfrontalier

Avec le recul, Mongelli (2002)<sup>19</sup> semblait par trop optimiste lorsqu'il déclarait que la discipline budgétaire, conformément aux objectifs du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), conjuguée aux stabilisateurs budgétaires nationaux, permettrait de réduire « *la nécessité d'autres types d'ajustements – comme les transferts supranationaux, le partage international des risques par le biais du système financier, les variations des prix et des salaires, et/ou les variations des taux de change réels* ». L'expérience montre que le Pacte de stabilité et de croissance n'a pas été strictement respecté, loin s'en faut, que le partage international des risques a joué un rôle très limité dans la zone euro et que le partage public des risques a eu un impact considérable. Quel est ici le rôle

d'une politique budgétaire commune ? Dmitrievy et Hoddenbaghz (2015) soutiennent que la conception d'une union budgétaire dépend du degré de substituabilité des produits de différents pays. Lorsque les biens produits dans un pays membre d'une union monétaire sont de plus en plus substituables aux biens produits dans d'autres pays membres, la création d'une union de transfert revêt une importance accrue. « *La zone euro, union monétaire avec des autorités budgétaires centrées sur leurs propres intérêts, un faible partage des risques transfrontaliers et une mobilité limitée de la main-d'œuvre, aurait beaucoup à gagner à mettre en place une union budgétaire entre ses États membres* »<sup>20</sup>.

On peut, en théorie, plaider en faveur d'une coordination des politiques budgétaires avec des pays qui, ayant une plus large marge de manœuvre budgétaire, s'engagent en faveur de politiques expansionnistes en cas de choc commun. Cependant, cela pourrait poser la question du risque de comportement de passager clandestin (« *free-riding behaviour* ») de la part des pays sans marge de manœuvre, suite à des dépenses budgétaires incontrôlées par le passé. Pour les pays en meilleure santé, une autre question se pose, celle de la dimension intertemporelle : si les finances publiques sont aujourd'hui saines, elles ne le seront pas nécessairement demain, a fortiori dans des sociétés qui connaissent un fort vieillissement démographique et dans lesquelles les dépenses de santé et de sécurité sociale peuvent entraîner une hausse significative du déficit budgétaire. La question la plus importante reste de savoir comment réagir aux chocs asymétriques compte tenu d'une marge de manœuvre budgétaire insuffisante dans de nombreux pays de la zone euro. C'est ce que soulignent Furceri et Zdzienicka (2013) : « *en l'absence de mécanismes alternatifs de partage des risques, l'insuffisance des marges de manœuvre due à la détérioration de la situation budgétaire dans les pays membres (dettes et déficits élevés) pourrait limiter l'aptitude des stabilisateurs automatiques à fournir une protection en cas de chocs* ». En pareil cas, « *l'absence de budget fédéral supranational pourrait se solder par des coûts élevés* »<sup>21</sup>.

Comme le montrent Ferrari et Rogantini Picco (2016), « *L'absence de mécanismes de partage des risques publics est la principale raison à l'origine de la proposition figurant dans le Rapport des cinq présidents (2015) concernant la création d'une capacité budgétaire pour la zone euro, à même d'absorber les chocs asymétriques* »<sup>22</sup>. Cette idée avait déjà été formulée, trois ans plus tôt, dans le Rapport des quatre présidents<sup>23</sup> de décembre 2012, et explorée en détail dans le document de réflexion de la Commission européenne sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire de l'année dernière<sup>24</sup>. Un mécanisme de stabilisation commun « *complèterait les stabilisateurs budgétaires nationaux en cas de chocs asymétriques. Il permettrait aussi à la politique budgétaire globale pour la zone euro d'être mise en œuvre dans les circonstances exceptionnelles dans lesquelles la politique*

<sup>20</sup> Mikhail Dmitrievy et Jonathan Hoddenbaghz (2015) : *The Optimal Design of a Fiscal Union*, novembre 2015

<sup>21</sup> Mongelli (2002)

<sup>22</sup> Alessandro Ferrari et Anna Rogantini Picco (2016) : *International risk sharing in the EMU*, ESM Working Paper 17

<sup>23</sup> Van Rompuy Herman (2012)

<sup>24</sup> Commission européenne (2017)

<sup>18</sup> Sebnem Kalemli-Ozcan, Emiliano Luttini et Bent Sørensen (2014) : *Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns*, Scandinavian Journal of Economics 116(1), pp. 253–276

<sup>19</sup> Mongelli (2002)



monétaire atteint ses limites »<sup>25</sup>. Un tel mécanisme aurait pour principe de ne pas conduire à des transferts permanents, de minimiser l'aléa moral, de ne pas jouer le même rôle que le mécanisme européen de stabilité (MES) en tant qu'instrument de gestion de crises et de subordonner l'accès à des critères clairs et à des politiques saines et continues. Trois options sont envisagées concernant un tel mécanisme de stabilisation économique pour la zone euro :

1. Un système européen de protection de l'investissement. Ce système « protégerait les investissements en cas de fléchissement de l'activité, en soutenant des priorités clairement définies et des projets ou actions déjà prévus au niveau national, tels que le développement des infrastructures ou des qualifications... En période de ralentissement économique, l'investissement public est généralement le premier poste du budget national à être réduit. La crise économique s'en trouve amplifiée, ce qui peut avoir des effets négatifs permanents sur la croissance, l'emploi et la productivité. Grâce à ce système de protection, qui pourrait prendre la forme d'un instrument financier, les projets d'investissement pourraient se poursuivre. Par conséquent, les entreprises et les particuliers pourraient surmonter la crise de façon plus rapide et plus solide ».
2. Un mécanisme européen de réassurance chômage. Ce mécanisme « servirait de 'fonds de réassurance' pour les régimes nationaux d'assurance chômage. Les allocations de chômage constituent un élément important du filet de sécurité sociale et elles ont tendance à être davantage utilisées en période de ralentissement, lorsque les ressources sont limitées par la nécessité de contenir les déficits budgétaires. Ce mécanisme offrirait une plus grande marge de manœuvre aux finances publiques nationales et contribuerait à des sorties de crise plus rapides et plus vigoureuses. Toutefois, un tel mécanisme de réassurance chômage nécessiterait probablement une certaine convergence préalable des politiques et des caractéristiques des marchés du travail nationaux ».
3. Un « fonds pour les mauvais jours » (« Rainy Day Fund »). Ce fonds « pourrait accumuler des fonds de manière régulière. Les décaissements du fonds seraient déclenchés sur une base discrétionnaire afin d'amortir les chocs de grande ampleur. Ses effets seraient comparables à ceux des deux options présentées ci-dessus. Néanmoins, un « fonds pour les mauvais jours » limiterait normalement ses versements aux seules contributions accumulées. Sa capacité pourrait donc être trop faible en cas de choc de grande ampleur. Par contre, le fonds pourrait être doté de la capacité d'emprunter. Pour ce faire, il faudrait qu'il soit assorti d'un dispositif qui limite l'endettement et prévoit clairement la nécessité d'épargner à d'autres moments.

L'absence de la moindre allusion à une politique budgétaire commune lors du Sommet de la zone euro, le 29 juin dernier, en dit long sur les difficultés à avancer sur ce point, aussi justifiée soit-elle sur le plan économique. Certes, l'existence du mécanisme européen de stabilité (MES), qui pourrait, et l'intention d'élargir ses attributions et de servir de filet de sécurité pour le Fonds de résolution unique revient à un partage des risques publics transfrontaliers, mais la mise en place d'une

<sup>25</sup> Commission européenne (2017)

politique de stabilisation conjoncturelle, dont la nécessité n'est plus à démontrer, implique plus que cela. Selon Furceri et Zdzienicka (2013), « les résultats obtenus pour les crises non financières semblent indiquer que même si les mécanismes financiers pour la prévention et la résolution des crises bancaires peuvent renforcer le rôle du crédit pour ce qui est du partage des risques en période de tensions financières, les crises non financières majeures n'en resteront pas moins, probablement, non lissées dans une large mesure. À la lumière de ces résultats et eu égard à la mobilité limitée de la main-d'œuvre entre les pays de la zone euro, il faudra dès lors identifier des mécanismes alternatifs de partage des risques susceptibles de protéger les pays contre des ralentissements cycliques sévères ».

En d'autres termes, compte tenu de l'observation selon laquelle le partage des risques diminue en période de crise financière ou de net ralentissement de l'activité, conjointement avec la réduction du nombre de facteurs contribuant à un tel mécanisme, il convient d'axer le débat d'orientation sur ce type d'environnement extrême et de se demander si l'effort d'amélioration du partage des risques est ciblé sur les bons facteurs. Mario Draghi estime dans un discours récent<sup>26</sup> que la finalisation de l'Union bancaire et de l'Union des marchés de capitaux réduira la nécessité d'un partage public des risques par la mise en commun des ressources financières. Ces ressources peuvent être affectées à la création d'un filet de sécurité en cas de résolution bancaire : « Le partage commun et public des risques, avec la mise en place d'un filet de sécurité pour renforcer le Fonds de résolution, donnerait un coup d'arrêt aux incitations au niveau national visant à limiter les flux de capitaux et de liquidités. Cela conduirait, par conséquent, à une plus grande intégration bancaire et à un partage privé des risques au niveau de la zone euro ». Autrement dit, les progrès réalisés en termes de partage public des risques favoriseraient le partage privé de ces derniers et réduiraient de ce fait les appels en faveur d'un partage public des risques pour améliorer la résilience de la zone euro<sup>27</sup>.

En cas de chocs sévères, le partage public des risques aurait toujours un rôle important à jouer en finançant des mesures contracycliques tout en tenant compte de la nécessité d'éviter l'aléa moral. C'est la raison pour laquelle le FMI, qui a formulé des propositions concrètes, insiste sur le fait qu'une capacité budgétaire centralisée peut également servir à améliorer le respect des règles budgétaires dans la zone euro et à faire d'un tel respect une condition préalable d'éligibilité au bénéfice de cette capacité de stabilisation commune.<sup>28</sup>

<sup>26</sup> Draghi Mario (2018b)

<sup>27</sup> Cela encouragerait le partage privé des risques en raison de l'amélioration des financements transfrontaliers, basés à la fois sur le marché bancaire et les marchés de capitaux. Pour citer Yves Mersch, membre du Directoire de la BCE : « les filets de sécurité réduisent les risques dans l'ensemble du système en contenant la panique sur les marchés lorsqu'une crise éclate » (Mersch (2018)). Avec un solide cadre de résolution bancaire « en cas de faillite bancaire, le partage public des risques n'est guère nécessaire car les coûts sont pleinement supportés par le secteur privé » (Draghi (2018a)).

<sup>28</sup> Poul M. Thomsen (2018)



## Quels seraient les effets d'une fonction de stabilisation commune?

Comme indiqué plus haut, suite au Rapport des cinq présidents, la mise en place d'une fonction de stabilisation commune semble être de plus en plus plébiscitée pour éviter une nette aggravation de la divergence économique entre les Etats membres de la zone euro en période de crise. Deux mécanismes existent d'ores et déjà : le programme d'opérations monétaires sur titres (*Outright monetary transactions*, OMT) de la BCE, qui seraient associées à un programme MES et le Mécanisme Européen de Stabilité lui-même. *« Mais la conditionnalité attachée à ses programmes en général implique également un resserrement budgétaire procyclique. Aussi avons-nous besoin d'un instrument budgétaire supplémentaire pour maintenir la convergence en cas de chocs importants, sans avoir à imposer une charge excessive à la politique monétaire. Son objet serait de fournir une couche de stabilisation supplémentaire, renforçant ainsi la confiance dans les politiques nationales »*<sup>29</sup>.

On trouve dans la littérature différents types de mécanismes de stabilisation commune, avec des objectifs plus ou moins ambitieux. Gadatsch et al. (2016) simulent ainsi l'impact de trois types d'union budgétaire (harmonisation de la fiscalité du travail, péréquation des recettes publiques par habitant et création d'une union budgétaire supranationale centralisée). Il existe très peu de différences en termes de partage international des risques et l'amélioration en termes d'absorption des chocs est négligeable. Cependant, dans le cas d'une autorité budgétaire centralisée, on observe une nette augmentation de la synchronisation des cycles conjoncturels. Lorsque l'impact de la dynamique de la dette sur les rendements obligataires est pris en compte par le biais des variations des primes de risque, cela a une influence sur les résultats car la volatilité des taux d'intérêt a pour effet de réduire la capacité des ménages à lisser la consommation sur la durée. *« Par conséquent, pour les pays membres pris isolément – en particulier ceux de petite taille et présentant une volatilité – un régime d'union budgétaire est bien plus bénéfique que ce que nous indiquons ici, en particulier si ces petits pays courent le risque de perdre l'accès au marché des capitaux »*.

Une autre approche met l'accent sur les allocations de chômage. Ces allocations jouent manifestement un rôle déterminant pour stabiliser la consommation en période de récession, mais elles entraînent aussi une détérioration des finances publiques, ce qui, via l'impact sur les rendements des emprunts d'Etat, rendrait la situation des pays dont la dette publique est très élevée encore plus difficile. Selon Alcidi et Thirion (2017), *« La part des chocs asymétriques rapportée au produit national absorbée au moyen des indemnités de chômage, relativement au montant total des dépenses d'indemnisation du chômage, est de trois à six fois supérieure à la part absorbée par le budget global »*<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> Draghi (2018a)

<sup>30</sup> Cinzia Alcidi and Gilles Thirion (2017), *Fiscal risk-sharing in response to shocks: New lessons for the euro area from the US*, CEPS, FIRSTRUN

L'idée d'un régime d'assurance chômage à l'échelle de la zone euro a été explorée en détail dans une étude de la Bundesbank. Les auteurs excluent l'idée de transferts permanents ou perpétuels : un pays peut bénéficier d'un transfert en cas de choc mais il faut aussi une répartition opportune de ces transferts. Aucun pays ne saurait s'attendre à être, en permanence, un contributeur net ou un bénéficiaire net. Ils font en outre ce constat intéressant : lorsque des gouvernements nationaux émettent plus de dette pour remplacer les transferts, les gains de stabilisation s'en trouvent quasiment annulés : *« les déficits budgétaires doivent être ultérieurement résorbés alors que les transferts internationaux doivent simplement être répartis dans le temps. C'est ce qui les rend beaucoup plus efficaces pour stabiliser l'économie. Le partage des risques budgétaires fonctionne dans une large mesure à la manière d'une police d'assurance établie sur la base d'un juste prix : même si, en moyenne, les primes versées et les paiements attendus se compensent, l'on a plus intérêt à souscrire une assurance qu'un prêt bancaire en cas de 'sinistre', car le prêt génère une lourde charge lorsque la conjoncture se dégrade »*<sup>31</sup>. Les auteurs admettent néanmoins les limites pratiques de leur analyse en ce sens qu'elle ne tient pas compte de l'aléa moral.

Le FMI<sup>32</sup> fournit, dans un document de réflexion récent, une simulation portant sur la création d'une capacité budgétaire centralisée (CBC) sous la forme d'un fonds de stabilisation : les transferts à partir de ce fonds seraient déclenchés par une hausse du taux de chômage et les paiements seraient proportionnels à l'augmentation du chômage par rapport à sa moyenne mobile. Le capital du fonds de stabilisation serait constitué en période de conjoncture favorable. Ces transferts présentent deux avantages : ils permettent de diminuer l'importance de l'assainissement budgétaire procyclique<sup>33</sup> et de limiter la hausse de la prime de risque exigée par les investisseurs pour le financement du déficit budgétaire.<sup>34</sup> Selon les auteurs *« lorsque la politique monétaire n'est pas entravée, le fait de disposer d'une telle capacité budgétaire centralisée a pour effet de réduire l'impact du choc de près d'un tiers. Lorsque la politique monétaire est entravée, l'existence d'une CBC diminue l'impact du choc de près des trois cinquièmes »*. Autrement dit, en cas de politique monétaire contrainte (taux proches de zéro ou à la borne zéro), l'impact d'un tel dispositif permettant d'éviter ou tout au moins de limiter la restriction budgétaire procyclique est important par rapport à un scénario ne comportant pas de transferts : *« la valeur des multiplicateurs budgétaires est effectivement élevée lorsque la politique monétaire ne peut, tout au moins en partie, compenser les effets de la consolidation budgétaire »*. Outre l'assurance chômage supranationale, considérée comme automatique et déclenchée par le franchissement

<sup>31</sup> Stéphane Moyen, Nikolai Stähler, Fabian Winkler (2016) : *Optimal unemployment insurance and international risk sharing*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, No 33/2016

<sup>32</sup> Nathaniel Arnold, Bergljot Barkbu, Elif Ture, Hou Wang et Jiaxiong Yao (2018) : *A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area*, note de réflexion des services du FMI

<sup>33</sup> En l'absence de transferts, une hausse des allocations de chômage entraînerait une réduction des autres dépenses pour maintenir le déficit budgétaire sous contrôle.

<sup>34</sup> La hausse de la prime de risque demandée, c'est-à-dire l'élargissement des spreads souverains par rapport aux pays présentant une dette publique peu élevée, est ainsi limitée car les investisseurs s'attendent, à la faveur des transferts, à une récession moins sévère et plus courte.



de certains seuils, l'on pourrait envisager aussi une politique discrétionnaire, du moins en théorie. La mise en œuvre concrète poserait, à l'évidence, de nombreux problèmes, non seulement celui de l'aléa moral habituel, mais aussi celui de l'autorité décisionnaire concernant l'allocation des ressources. La question relative à l'allocation des ressources, aussi délicate soit-elle, offrirait également d'intéressantes opportunités d'amélioration du partage des risques, comme le montrent les travaux de Bernardini et al. (2017) sur les multiplicateurs budgétaires relatifs aux Etats-Unis. Ayant calculé la valeur des multiplicateurs au niveau des Etats, les auteurs constatent des différences considérables d'un Etat à l'autre lors de la mise en œuvre du plan américain de relance ARRA (*American Recovery and Reinvestment Act*) : « Ces résultats indiquent que le cycle conjoncturel et le degré d'endettement privé des Etats américains sont des facteurs déterminants des multiplicateurs relatifs et doivent être pris en compte lors de l'élaboration des politiques budgétaires ... Les observations ci-dessus montrent que la redistribution des dépenses publiques d'un Etat, dont l'économie est en expansion ou dont l'endettement des ménages est faible, vers d'autres qui sont en récession ou qui présentent un ratio d'endettement des ménages relativement élevé et, partant des multiplicateurs relatifs supérieurs, devrait également stimuler l'activité économique agrégée<sup>35,36</sup> ».

## Conclusion

Le renforcement du partage des risques fait partie intégrante de la consolidation nécessaire de la zone euro, un effort qui s'inscrit dans le long terme. L'environnement actuel de croissance peut créer un faux sentiment de bien-être d'autant que la dispersion de la croissance entre États membres s'est nettement réduite. Cependant, les marges de manœuvre ont également diminué de sorte qu'il sera encore plus difficile de faire face à la prochaine récession lorsqu'elle se présentera. La politique monétaire est, en effet, entravée en raison de la faiblesse des taux nominaux et/ou de la taille élevée du bilan de la banque centrale européenne, alors que, dans la plupart des pays, l'absence de marge de manœuvre budgétaire limite les politiques publiques nationales. En période de tensions économiques, ces contraintes peuvent rapidement devenir paralysantes si les marchés de capitaux devaient dysfonctionner en raison d'un arrêt brutal (voire une inversion) des flux de capitaux au sein de l'UEM.

Le partage des risques joue aussi un rôle important parce que les chocs économiques peuvent avoir des conséquences considérables en termes de distribution, un point que souligne l'OCDE<sup>37</sup>. L'impact peut varier en fonction du niveau de revenu, du niveau de richesse, de l'âge, de la profession, etc. De plus, l'aptitude des ménages à se protéger face aux chocs économiques (ex. : au moyen d'une allocation

appropriée d'actifs au plan international) dépendra du degré de sophistication financière de leur portefeuille. Une analyse du partage privé des risques à un niveau plus fin et l'adoption de mesures appropriées pour favoriser un tel partage semblent être de sérieux défis politiques à relever.

Il semble donc que le partage des risques publics transfrontaliers soit appelé à jouer un rôle important, mais la complexité de sa mise en œuvre est proportionnelle à son importance. L'introduction d'un tel mécanisme soulève, en effet, des questions de préengagement, de conditionnalité, d'aléa moral et de gouvernance. Ainsi, un engagement *ex ante* en faveur d'une aide devrait réduire le risque de spéculations déstabilisatrices sur les marchés, mais il pose en même temps la question de l'aléa moral. En l'absence de préengagement, toute intervention une fois l'incendie déclaré risque d'aggraver les choses, car les doutes sur l'opportunité des mesures prises auront contribué au blocage des marchés et, partant, à l'aggravation de la situation de crise. Le rôle de la Banque centrale européenne (BCE) et du Mécanisme européen de stabilité (MES) sera crucial en pareille situation<sup>38</sup> comme ce fut notamment le cas pendant la crise souveraine<sup>39</sup>.

### La stabilisation cyclique dans la zone euro

Partage des risques	Prévention des risques
Renforcement de la résilience	Gestion des risques

Encadré 3 Source : BNP Paribas

Si cela a de quoi rassurer, il n'en reste pas moins qu'un partage insuffisant des risques accroît le risque de perte extrême avec des effets préjudiciables sur la croissance à long terme. De plus, cela s'accompagnera d'externalités négatives, qui aggraveront<sup>40</sup> la situation

<sup>38</sup> Pour une description du rôle du MSE et des suggestions sur la manière d'éviter l'aléa moral, voir « *Approaches to strengthening the regulatory framework of European monetary union* », Deutsche Bundesbank, rapport mensuel, mars 2015

<sup>39</sup> Selon Milano (2017) « *de bons mécanismes de partage des risques, comme la création du SESF (Système européen de supervision financière) et le MES (Mécanisme européen de stabilité), ont été mis en place et ont fait la preuve de leur pertinence. Pendant la crise, la contribution de l'épargne des administrations publiques nationales au lissage de la consommation a été négative (-0,17) tandis que la contribution des dispositifs officiels d'assistance financière de l'UE a été remarquable (0,55). Concernant le Portugal, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne, le canal de l'épargne publique nationale a contribué à un délissage (-63 %) mais les dispositifs officiels d'assistance de l'UE ont constitué une alternative appropriée (86 % de lissage par le biais des institutions européennes). Nous estimons que les mécanismes centraux contribuent au bon fonctionnement du partage des risques dans l'UEM en assurant la coordination entre les Etats membres sans nécessairement leur dicter les décisions de politique budgétaire – qui doivent rester une prérogative nationale – et sans aller vers une union budgétaire qui annulerait toute souveraineté au niveau national* ».

<sup>40</sup> La question des externalités a été récemment illustrée par la nervosité des marchés consécutive à la formation d'un nouveau gouvernement en Italie en mai dernier. L'élargissement du spread italien par rapport au Bund a également engendré un élargissement des spreads espagnols et portugais vis-à-vis du Bund.

<sup>35</sup> Le terme « agrégée » fait ici référence aux Etats-Unis dans leur ensemble.

<sup>36</sup> Marco Bernardini, Selien De Schryder, Gert Peersman (2017), *Heterogeneous Government Spending Multipliers in the Era Surrounding the Great Recession*, Document de travail CESifo n° 6479, avril

<sup>37</sup> Rudiger Ahrend, Jens Arnold et Charlotte Moeser (2011) : *The sharing of macroeconomic risk : who loses (and gains) from macroeconomic shocks*, OCDE, Département économique, document de travail n°877



de chacun. Compte tenu de l'enjeu représenté par un renforcement du partage des risques, il convient de compléter cet effort par des politiques visant d'autres objectifs, comme la prévention des risques : s'il est bon de savoir comment traiter les maladies, il est tout aussi important de savoir les éviter. Cette prévention consiste en la combinaison habituelle de politiques monétaires et budgétaires contracycliques (gérer les replis conjoncturels, éviter les surchauffes), en des politiques structurelles visant à stimuler la croissance potentielle du PIB et des politiques macroprudentielles destinées à atténuer les risques pesant sur la stabilité financière. Nombre de mesures prises par les pouvoirs publics, sinon la plupart, contribueront aussi à renforcer la résistance aux chocs. Avec une croissance potentielle plus élevée et une plus grande flexibilité du côté de l'offre, l'économie sera mieux à même de faire face à des chocs négatifs. Les politiques macroprudentielles devraient renforcer la résilience du système financier. Grâce à des finances publiques saines, on pourra par ailleurs éviter une envolée des rendements des obligations souveraines en phase de repli conjoncturel, car la viabilité de la dette ne sera pas remise en question. Au contraire, les achats de valeurs refuges, y compris par des investisseurs étrangers, devraient contribuer à une baisse des rendements. A cet égard, une bonne gouvernance de la politique budgétaire dans la zone euro peut jouer un rôle particulièrement important pour réduire le risque ex ante : la crédibilité de la politique budgétaire permettra d'éviter ou, tout au moins, de limiter la hausse de la prime de risque exigée en cas de récession<sup>41</sup>.

Viennent enfin les politiques de gestion des risques ; autrement dit, lorsqu'une crise éclate, des mesures rapides et crédibles peuvent être mises en place pour éviter le développement d'une spirale négative qui se renforce d'elle-même.

William De Vijlder

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)

Achévé de rédiger le 19 octobre 2018

---

<sup>41</sup> Valentina Milano et Pietro Reichlin (2017) insistent sur l'importance d'une bonne gouvernance.



## Références

- AHREND Rudiger, ARNOLD Jens et MOESER Charlotte (2011), *The sharing of macroeconomic risk: who loses (and gains) from macroeconomic shocks*, OCDE, Département économique, document de travail n°877
- ALCIDI Cinzia (2017), *Fiscal Policy Stabilisation and the Financial Cycle in the Euro Area*, Commission européenne, document de réflexion n° 52
- ALCIDI Cinzia, D'IMPERIO Paolo et THIRION Gilles (2017), *International financial markets and shock absorption in the euro area*, étude FIRSTRUN 1.5
- ALCIDI Cinzia, D'IMPERIO Paolo et THIRION Gilles (2017), *Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison*, document de travail CEPS, n°2017/04
- ALCIDI Cinzia et THIRION Gilles (2017), *Fiscal risk-sharing in response to shocks: New lessons for the euro area from the US*, CEPS, étude FIRSTRUN
- ARNOLD Nathaniel, BARKBU Bergljot, TURE Elif, WANG Hou et YAO Jiaxiong (2018), *A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area*, note de réflexion des services du FMI
- ASDRUBALI Pierfederico, SORENSEN Bent E. et YOSHA Oved (1996), *Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990*, The Quarterly Journal of Economics
- BCE (2017), *Integration financière en Europe*, mai
- BCE (2018), *Risk sharing in the euro area*, bulletin économique, n° 3
- BECKER Sascha O. et Hoffmann Mathias (2001), *International Risk-Sharing in the Short Run and in the Long Run*, note de réflexion
- BERNARDINI Marco, DE SCHRYDER Selien et PEERSMAN Gert (2017), *Heterogeneous Government Spending Multipliers in the Era Surrounding the Great Recession*, CES IFO note de réflexion No. 6479
- CARNEY Mark (2014), *The economics of currency unions*, discours du gouverneur de la Banque d'Angleterre, 29 janvier
- CIMADOMO Jacopo, FURTUNA Oana et GIULIODORI Massimo (2018), *Private and public risk sharing in the euro area*, BCE, note de réflexion n°2148
- COMMISSION EUROPEENNE (2007), *Cross-border risk sharing: has it increased in the euro area?* Rapport trimestriel sur la zone euro
- COMMISSION EUROPEENNE (2016), *Cross-border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States*, Rapport trimestriel sur la zone euro, Volume 15 No 2
- COMMISSION EUROPEENNE (2017), *Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union*, COM 291, 31 mai 2017
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2015), *Approaches to strengthening the regulatory framework of European monetary union*, bulletin mensuel, mars
- DMITRIEVY Mikhail et HODDENBAGHZ Jonathan (2015) *The Optimal Design of a Fiscal Union*
- DRAGHI Mario (2018a), *Risk-reducing and risk-sharing in our Monetary Union*, discours prononcé à l'Institut européen universitaire de Florence le 11 mai 2018
- DRAGHI Mario (2018b), *Economic and Monetary Union: past and present*, discours prononcé à l'Europa-Konferenz, conférence organisée par l'Institut Jacques Delors à la Hertie School of Governance, Berlin, le 19 septembre 2018
- FARHI, E. et WERNING I. (2017), *Fiscal Unions*, NBER document de travail No. 18280
- FERRARI Alessandro et ROGANTINI PICCO Anna (2016) *International risk sharing in the EMU*, MES document de travail 17
- FMI (2013), *Towards a fiscal union for the euro area*, document de discussion
- FURCERI Davide et ZDIENICKA Aleksandra (2013), *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?* FMI, document de travail
- GADATSCH Niklas, HOLLMAYR Josef et STAHLER Nikolai (2016), *Thoughts on a fiscal union in EMU*, Deutsche Bundesbank, document de discussion, No 40/2016.
- IOANNOU Demosthenes et SCHÄFER David (2017), *Risk sharing in EMU: key insights from a literature review*, SUERF note No 21.
- KALEMLI-OZCAN Sebnem, LUTTINI Emiliano et SORENSEN Bent (2014), *Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns*, Scandinavian Journal of Economics 116(1), pp. 253-276.
- MERSCH Yves (2018), *Deepening EMU – political integration and economic convergence*, discours prononcé à la conférence "Economic and Monetary Union — Deepening and Convergence", Linz, le 5 juillet
- MILANO Valentina (2017), *Risk Sharing in the Euro Zone: the Role of European Institutions*, document de travail No. 01/17, Center for Labor and Economic Growth, LUISS Guido Carli, Rome
- MILANO Valentina et REICHLIN Pietro (2017), *Risk sharing across the US and EMU: the role of public institutions*, Luiss School of Political Economy, Policy Brief
- MONGELLI Francesco Paolo (2002), *New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?*, BCE document de travail 138
- MOYEN Stéphane, STAHLER Nikolai et WINKLER Fabian (2016), *Optimal unemployment insurance and international risk sharing*, Deutsche Bundesbank, document de discussion, No 33/2016.
- THOMSEN Poul M. (2018), directeur, Département européen, Fonds monétaire international, discours prononcé à la Conférence du Forum financier belge (BFF) en coopération avec le SUERF, Bruxelles, le 14 septembre
- VAN ROMPUY Herman (2012), *Towards a genuine economic and monetary union*, le 5 décembre



## Annexe

### Recherche empirique sur le partage des risques dans la zone euro

- **ALCIDI Cinzia (2017), *Fiscal Policy Stabilisation and the Financial Cycle in the Euro Area*, Commission européenne, document de réflexion n°52**

« Lorsque le cycle financier est en phase d'expansion, le partage des risques représente environ 10 % de l'absorption des chocs asymétriques, un niveau plus élevé que le coefficient moyen. Lorsque le cycle financier est en phase de récession, le coefficient n'est pas statistiquement différent de zéro, ce qui suggère que le revenu des facteurs internationaux ne contribue pas à l'absorption des chocs... Au cours des phases d'expansion, la politique budgétaire absorbe en moyenne 17 % des chocs asymétriques, un niveau supérieur à la moyenne pour l'ensemble de la période, tandis que dans les phases de récession, le coefficient n'est pas statistiquement différent de zéro ».

- **ALCIDI Cinzia, D'IMPERIO Paolo et THIRION Gilles (2017), *Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison*, document de travail CEPS, n°2017/04**

Sur la période 1998-2013, les chocs non absorbés ont représenté 17 % aux États-Unis. Le lissage s'est opéré par le biais des marchés de capitaux pour 47 %, par celui de la consommation, pour 27 % et des transferts budgétaires, pour seulement 8 %. Dans la zone euro, 75 % des chocs n'ont pas été absorbés ; 14 % l'ont été par la consommation et 10 % par les marchés de capitaux. Entre 2010 et 2013, 94 % des chocs n'ont pas été lissés dans la zone euro. « La part non lissée des chocs est systématiquement plus élevée dans les pays de la périphérie que dans ceux du noyau dur. Cependant, c'est uniquement dans les dernières années de l'échantillon que ce pourcentage est passé bien au-dessus du niveau de 60 % que l'on trouve dans la littérature, principalement en raison de l'absence de lissage provenant soit de l'épargne soit du revenu des facteurs. La résistance accrue aux chocs dans les pays du noyau dur est entièrement due à l'épargne du secteur des entreprises après 2007 (notamment en 2008-2009) puis à l'épargne des ménages et à l'épargne publique (après 2010) ».

- **ALCIDI Cinzia, D'IMPERIO Paolo et THIRION Gilles (2017), *International financial markets and shock absorption in the euro area*, étude FIRSTRUN 1.5**

« Sur la période 1998-2007, les risques non absorbés ont représenté 17 % aux États-Unis (58 % dans la zone euro). En 2008-2009, ces chiffres étaient, respectivement, de 14 % et 45 %. Sur la période 2010-2013, les chocs non absorbés s'établissaient à 23 % aux États-Unis contre 94 % dans la zone euro. Le partage des risques aux États-Unis se fait d'abord au moyen des marchés de capitaux (0,45/(0,45 + 0,06 + 0,27)), puis par lissage de la consommation (0,27). Les transferts budgétaires jouent un rôle secondaire (0,06) ». Dans la zone euro, le canal des marchés de capitaux occupe une place très limitée.

- **ALCIDI Cinzia et THIRION Gilles, *Fiscal risk-sharing in response to shocks: New lessons for the euro area from the US*, étude FIRSTRUN (Fiscal Rules and Strategies under Externalities and Uncertainties) 3.3 (financée par Horizon 2020, Programme-cadre de l'Union européenne)**

Les auteurs mettent en évidence, à partir d'un échantillon de onze pays de la zone euro, que la politique budgétaire nationale contribue à lisser près de deux fois plus de chocs asymétriques (19,8 %) que le budget fédéral aux États-Unis (11 %), sur la période 1995-2014. En 2008-2009, les budgets publics ont lissé 77 % de chocs asymétriques (contre 10 % aux États-Unis) ; cependant, pendant la crise de la dette souveraine, le lissage budgétaire a été pratiquement nul.

- **BCE (2018), *Le partage des risques dans la zone euro*, Bulletin économique numéro 3 / 2018**

« Dans la zone euro, 80 % environ d'un choc sur la croissance du PIB d'un pays donné n'ont pas été absorbés sur la période 1999-2016, entraînant ainsi des différences considérables en termes de croissance de la consommation entre les pays ; en revanche, aux États-Unis, seulement 40 % au maximum d'un choc sur le PIB spécifique à un État n'ont pas été absorbés sur la même période... Le partage des risques s'effectue essentiellement dans la zone euro, par le canal des marchés de capitaux, c'est-à-dire par les détentions transfrontalières d'actifs financiers ».



- **BECKER Sascha O. et HOFFMANN Mathias (2001), *International Risk-Sharing in the Short Run and in the Long Run*, document de travail**

Les auteurs analysent 23 pays industrialisés. Les résultats obtenus montrent que 60 % environ de la variabilité des revenus ne sont toujours pas assurés.

- **CIMADOMO Jacopo, FURTUNA Oana et GIULIODORI Massimo (2018), *Private and public risk sharing in the euro area*, document de travail de la BCE n°2148**

Les résultats de leur étude montrent que « *dans les premières années de l'UEM, 40 % seulement des chocs de production spécifiques à un pays étaient absorbés* ». Après la crise de la dette souveraine, 65 % de ces chocs étaient absorbés, une amélioration qui s'explique par l'accroissement de l'intégration financière et l'activation de l'assistance financière par le biais du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et du mécanisme européen de stabilité (MES). Les détentions transfrontalières d'actions et de titres de dette semblent être l'instrument de partage privé des risques le plus efficace, en particulier, entre les pays du « noyau dur » et ceux de la « périphérie ». Les prêts bancaires transfrontaliers ont tendance à être procycliques et, partant, à amplifier les chocs.

- **COMMISSION EUROPEENNE (2007), *Cross-border risk sharing: has it increased in the euro area?*, rapport trimestriel sur la zone euro, 2007 III**

Cet article porte sur la période 1970-2006. Avant 1999, 45,6 % des chocs ne sont pas absorbés dans la zone euro ; après 1999, ce pourcentage passe à 57,2 %, soit une absorption moins importante encore. Cependant, le lissage par le canal des marchés de capitaux augmente sensiblement, passant de 2,1 % à 21,2 %. « *On observe, toutefois, un net changement des résultats lorsque l'on retire l'Irlande et le Luxembourg de l'échantillon. Le partage des risques via ce canal pour les dix pays restants n'est que de 7,6 %* ». Les transferts internationaux contribuent à hauteur de 6,3 % à l'absorption des chocs après 1999 (effet négligeable avant), mais leur part n'est plus significative lorsque l'on retire l'Espagne, l'Irlande, la Grèce et le Portugal de l'échantillon. Enfin, le canal budgétaire (emprunts publics) et celui du crédit (via l'emprunt ou les ventes d'actifs par les ménages) ne lissent que 15,3 % des chocs après 1999 (51,9 % avant). « *Les impôts et les transferts publics confèrent, de fait, une certaine protection contre les fluctuations des revenus, mais leur impact est relativement faible. L'estimation pour le canal privé du marché du crédit est négative, un résultat conforme à l'observation selon laquelle l'évolution du taux d'épargne a été plutôt procyclique que contracyclique lors du dernier repli conjoncturel, aggravant l'effondrement du revenu disponible* »

- **COMMISSION EUROPEENNE (2016), *Cross-border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States*, rapport trimestriel sur la zone euro, volume 15, n°2**

Aux États-Unis, entre 1964 et 2013, 17,6 % des chocs n'étaient pas absorbés. Le revenu des facteurs entre États (lié au revenu foncier, aux bénéfices non distribués, aux dividendes, au revenu du facteur travail, etc.) a absorbé 44,8 % des chocs, les marchés du crédit, 26,7 % et les transferts budgétaires entre États, 8,3 %. Dans la zone euro, entre 2000 et 2015, selon le périmètre, de 60 % à 75 % des chocs n'ont pas été absorbés. Les marchés du crédit ont lissé de 18 % à 25 % des chocs et le revenu transfrontalier des facteurs, de 2,0 % à 5,6 %. Le rôle des transferts budgétaires transfrontaliers a été limité : « *Le rôle du canal public ressort tout particulièrement lorsque l'échantillon ne comprend que les pays de la zone euro ayant bénéficié de l'aide publique pendant les années de crise* ».

- **FERRARI Alessandro et ROGANTINI PICCO Anna (2016), *International Risk Sharing in the EMU, European Stability Mechanism*, document de travail n°17**

Les auteurs construisent un ensemble de données contrefactuelles pour évaluer un scénario prenant pour hypothèse la non-adoption de l'euro. Leur conclusion est que l'« *euro n'a pas affecté le niveau de partage des risques entre les pays de la zone euro, mais il a en partie réduit l'aptitude des États membres de la périphérie, et non du noyau dur, à lisser la consommation* ».

- **FMI (2013), *Towards a fiscal union for the euro area*, note de réflexion**

Aux États-Unis, au Canada et en Allemagne, le lissage des chocs locaux est d'environ 80 % contre 40 % à peine dans la zone euro : une contraction du PIB de 1 % abaisse la consommation des ménages de 0,6 %. Si les marchés de capitaux jouent un rôle moins important dans la zone euro c'est en partie parce que la détention transfrontalière d'actifs y est plus limitée. Le partage des risques budgétaires entre pays est pratiquement inexistant.

- **FURCERI Davide et ZDIENICKA Aleksandra (2013), *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, document de travail FMI**



En temps normal, environ 62 % des chocs ne sont pas absorbés dans la zone euro. Ce taux passe à 78 % en cas de crise sévère et à 88 % en cas de crise particulièrement grave. « *Cet accroissement de l'incapacité à lisser des chocs importants de la production tient au fait que l'épargne des ménages ne contribue pas au lissage de la consommation via le canal du crédit. En cas de choc important, les ressortissants et les administrations publiques d'un pays auraient besoin de volumes de crédits plus importants, qu'ils ne peuvent obtenir. C'est notamment le cas en cas de crise économique majeure persistante et non anticipée* ». En moyenne, 66 % des chocs ne sont pas absorbés dans la zone euro alors que ce taux est d'à peine 25 % aux États-Unis et de 20 % en Allemagne. Dans ces deux pays, le canal des marchés de capitaux est nettement plus important. Le lissage via un budget fédéral joue également un rôle tandis que dans l'Union européenne et dans la zone euro, l'effet de ce lissage est négligeable.

- **KALEMLI OZCAN Sebnem, LUTTINI Emiliano et SORENSEN Bent (2014), *Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns*, Scandinavian Journal of Economics 116(1), pp. 253–276**

Les auteurs calculent dans quelle mesure les chocs du PIB ont été absorbés entre 1990 et 2007, 2008 et 2009 et en 2010.

53 % des chocs n'étaient pas absorbés avant la Grande crise. Ce pourcentage baisse à 40 % sur la période 2008–2009 pour grimper ensuite à 86 % en 2010. Ils obtiennent des écarts considérables entre le groupe des GIIPS (Grèce, Irlande, Italie, Portugal et Espagne) et les autres. En 2008-2009, 51 % des chocs n'étaient pas absorbés dans les pays GIIPS contre 16 % dans les autres pays. Dans le groupe GIIPS, le partage des risques s'est effondré en 2010 : l'épargne des administrations publiques a été procyclique, car les gouvernements ont instauré des restrictions budgétaires et ont, par conséquent, apporté une contribution négative au lissage du revenu tandis que la désépargne a permis le lissage de la consommation. Au global, « *chaque point de pourcentage de baisse du PIB en 2010 est allé de pair avec une diminution de plus de 1 % de la consommation* ». Cependant, la part non absorbée pour les pays n'appartenant pas au groupe GIIPS s'est élevée à 45 %. Le partage des risques, qui a connu un repli du canal public, a bénéficié de la contribution du canal privé, via l'épargne des ménages.

- **MILANO Valentina (2017), *Risk Sharing in the Euro Zone: the Role of European Institutions*, document de travail n°01/17, Center for Labor and Economic Growth, LUISS Guido Carli, Rome**

Le partage des risques est plus important aux États-Unis que dans la zone euro avec, respectivement, 70 % et 23 % des chocs absorbés sur la période 1999-2006. Sur la période 2007-2014, le partage des risques a diminué aux États-Unis, passant à 60 %, mais il a augmenté dans la zone euro à 31 %. « *Dans l'UEM, le partage des risques s'effectue presque entièrement par le canal de l'épargne (dont les emprunts transfrontaliers et les prêts accordés par le secteur privé et le secteur public), tandis qu'aux États-Unis, il s'opère au moyen d'un éventail diversifié de mécanismes : flux de revenu net des facteurs (27 %), transferts directs (19 %) et épargne (12 %)* ». Le secteur public joue un rôle clé en Europe. Dans les pays du noyau dur, les emprunts et les prêts contracycliques du secteur public expliquent 73 % du lissage de la consommation. Dans ceux de la périphérie, pendant la durée de la crise, les gouvernements nationaux ont généré 63 % du délissage afin de conserver la maîtrise des finances publiques. Cependant, 86 % du lissage ont été le fait des transferts et des prêts des institutions européennes (FESF, MES).

- **MILANO Valentina et REICHLIN Pietro (2017), *Risk sharing across the US and EMU: the role of public institutions* Luiss School of Political Economy, note de synthèse**

Dans l'UEM, le partage des risques se fait presque entièrement via le canal de l'épargne (emprunts et prêts internes et externes du secteur privé et du secteur public), avec lissage d'environ 30 % des chocs idiosyncratiques, tandis qu'aux États-Unis, ce partage des risques s'effectue au moyen d'un éventail diversifié de mécanismes : flux de revenu des facteurs (lissage d'environ 27 % des chocs), transferts directs de l'État fédéral (19 %) et épargne (12 %). Pour sa part, le partage des risques via le canal de l'épargne dans l'UEM a presque entièrement pour origine des fonds publics (budget public).



# RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**  
Chef Economiste

+33.(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**  
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**  
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**  
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**  
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**  
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**  
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Laure BAQUERO**

+33.(0)1.43.16.95.50

laure.baquero@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humbloit@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**  
Responsable - Argentine, Europe centrale

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud.

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**  
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**  
Turquie, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**  
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**  
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Salim HAMMAD**  
Amérique latine

+33.(0)1.42.98.74.26

salim.hammad@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**  
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail...



## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



## ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



## ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détener une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen : Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT <http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE APPLICATION ECO NEWS POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS  
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre  
Rédacteur en chef William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change