



## Quels instruments de partage des risques et de pilotage macroéconomique dans l'Union économique et monétaire ?

Pierre JAILLET

Édouard VIDON  
Direction des Études  
et des Relations internationales  
et européennes

*La lenteur et les reculs du processus d'intégration financière dans la zone euro ne lui permettent pas de jouer un rôle stabilisateur, ni même de contribuer à la convergence des économies. La priorité est donc d'accélérer l'émergence d'une union de financement, via des acteurs bancaires paneuropéens, et une véritable union des marchés de capitaux qui lève les obstacles à l'allocation transfrontalière de l'épargne au sein de la zone euro. La complémentarité entre répartition privée et publique des risques dans une union monétaire conduit également à recommander le renforcement du dispositif actuel de surveillance et de coordination par la création d'instruments de stabilisation, sous l'égide d'une véritable autorité macroéconomique de la zone euro.*

Dans la vingtième année de la monnaie unique, et cinq ans après le pic de la crise, le diagnostic de la faiblesse du volet économique de la zone euro est amplement partagé. Cependant, les propositions de réforme illustrent une bipolarisation. Certaines privilégient la réduction des risques privés et publics par l'apurement des bilans bancaires et le renforcement de la discipline budgétaire, comme préalable à leur mutualisation. D'autres privilégient la mise en œuvre d'instruments communautaires de partage de ces risques, comme une condition du bon fonctionnement – voire de la pérennité – de la zone euro. Cette bipolarisation a abouti à l'inaction. Les récentes tentatives de la Commission européenne d'une part, et d'un groupe d'économistes français et allemands d'autre part (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018) pour sortir de cette impasse sont bienvenues, mais se focaliser excessivement sur le partage public des risques serait une erreur.

Il est proposé dans ce *Rue de la Banque* de renverser l'ordre de priorité, sur la base de deux observations : d'une part, la complémentarité entre répartition privée et publique des risques en union monétaire ; d'autre part, la lenteur du processus d'intégration financière, reculant même depuis la crise. Il ne peut donc jouer un rôle stabilisateur, ni contribuer à la convergence structurelle. Dans le cadre

des travaux préparatoires de l'Union économique et monétaire (UEM), le rapport Emerson (Commission européenne, 1990) avait parfaitement décrit en quoi la monnaie unique était l'indispensable complément du marché unique. Le paradoxe est qu'aujourd'hui la monnaie unique est une réalité, mais circule dans un espace économique et financier fragmenté (Buti *et al.*, 2016).

### **Partage des risques, privé et public**

La littérature sur les zones monétaires optimales s'est dès l'origine inquiétée de la gestion des chocs asymétriques au sein d'un ensemble d'économies hétérogènes, donc de l'existence de mécanismes de partage des risques entre agents économiques, ou entre États, qui favorisent la convergence.

Au niveau microéconomique, si les ménages sont susceptibles d'être affectés par des chocs les obligeant à ajuster leur consommation, mais ont accès à une gamme diversifiée d'instruments financiers eux-mêmes sujets à des chocs différents, ils peuvent aisément s'assurer contre ces aléas : c'est l'argument de Mundell (1973) en faveur de l'intégration financière à l'appui de l'union monétaire.

Au niveau macroéconomique, les transferts budgétaires facilitent le partage du risque entre économies confrontées à des chocs différents au sein d'un même ensemble : c'est l'argument de Kenen (1969) en faveur de l'intégration budgétaire en complément de l'union monétaire. Persson et Tabellini (1996) ont analysé la problématique du fédéralisme budgétaire au travers de la théorie des choix collectifs, en soulignant les risques d'aléa moral ou de dosage non optimal liés au partage public du risque. Les travaux de Farhi et Werning (2017) soulignent la complémentarité du partage privé/public des risques : même lorsque les marchés financiers sont « complets » il y a une inefficience au partage purement privé des risques, et donc un rôle utile de l'intervention publique.

Que nous enseignent les travaux empiriques ? La persistance de chocs asymétriques importants au sein de l'UEM a été signalée par Pisani-Ferry (2012) et Allard *et al.* (2013), et Furceri et Zdzienicka (2013) ont montré que les mécanismes de partage des risques étaient peu efficaces en zone euro.

Dans le cas des États-Unis, Asdrubali, Sorensen et Yosha (1996) ont montré qu'entre 1963 et 1990 l'amortissement des chocs affectant les États avait été assuré par les marchés de capitaux (39%) et le crédit (23%), le gouvernement fédéral jouant un rôle réduit. Dans une revue des études sur le sujet, Méliitz et Zumer (2002) estiment la contribution des transferts fédéraux dans une fourchette de 13 à 20%. En revanche, l'application de cette méthodologie à la zone euro confirme l'insuffisance du canal de l'épargne comme facteur d'absorption du risque pour la période 2007-2014, le rôle accru de ce canal depuis la crise de 2009-2012 étant lié aux prêts du Fonds européen de stabilité financière (FESF) puis du Mécanisme européen de stabilité (MES).

À l'origine, le modèle de l'UEM reposait sur i) le rejet d'une mutualisation publique des risques (discipline par des règles, pas de solidarité budgétaire, règle du « *no bail-out* »), qui reste d'actualité, et ii) l'hypothèse que la mutualisation des risques privés se ferait spontanément, au rythme de l'achèvement du marché unique, ce qui ne s'est pas produit.

Cependant (on pourrait dire, à défaut), une mutualisation implicite des risques s'est mise en place, d'abord sous l'égide d'institutions intergouvernementales de gestion de crise (par exemple le MES); ensuite du fait de la mobilisation par l'Eurosystème de divers instruments : opérations exceptionnelles de refinancement, programmes d'achats de titres souverains, en réponse à la crise, ou de titres privés et souverains dans le cadre de sa politique monétaire non conventionnelle. Surtout, par le système

de paiements de gros montants (Target2), l'Eurosystème a assuré la circulation de la monnaie centrale et l'intégrité de la zone euro. Ces mécanismes publics ont *de facto* pallié le défaut de mutualisation et de diversification des risques privés dans l'UEM.

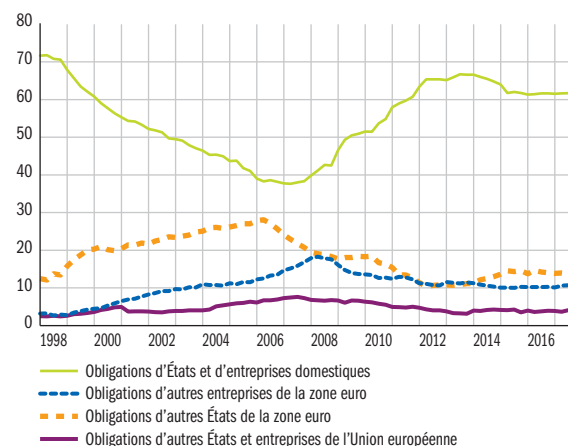
### « One money, one market »<sup>1</sup>, ou la nécessité d'une Union de financement

Dans la problématique de convergence au sein de l'UEM, la dynamique de l'intégration financière est pour l'essentiel restée dans l'« angle mort » de la surveillance communautaire<sup>2</sup>. L'essor des flux de capitaux intra-zone observé avant la crise relevait du trompe-l'œil. Il reflétait pour l'essentiel le financement de la dette des pays périphériques par l'épargne du cœur de la zone euro. De façon un peu contre-intuitive, les économies les plus solides achetaient de l'« assurance », sous forme de titres réputés peu risqués, aux économies les plus fragiles, en contrepartie de leur position extérieure nette très débitrice (Garnier, 2016). Ce processus a conduit aux épisodes de « *sudden stop* » de 2010-2012.

Le biais national dans la détention par les banques de dette souveraine s'est ensuite renforcé, laissant persister le risque de cercle vicieux (« *doom loop* ») bien identifié dans cette même période (cf. graphique 1).

#### G1 Détention bancaire de titres de dette souveraine et d'entreprises de l'Union européenne

(en % du total)



Source : Banque centrale européenne.

- 1 Référence au rapport Emerson (Commission européenne, 1990) dont le titre était « One market, one money ».
- 2 Comme d'ailleurs la mobilité du facteur travail et la dynamique de convergence des marchés du travail, qui n'entrent pas dans le champ de cet article.

Surtout, les systèmes bancaires demeurent fortement cloisonnés. Les banques de la zone euro financent pour l'essentiel les agents économiques résidents et très marginalement les agents des autres économies de la zone (cf. graphique 2). Leurs risques sont donc très peu diversifiés. C'est pour elles un facteur de fragilité puisqu'elles sont fortement exposées à des chocs idiosyncratiques touchant leurs économies, sans pouvoir lisser leurs activités sur le reste de la zone. C'est aussi un facteur de fragilité macroéconomique dès lors que les agents économiques d'un pays restent excessivement dépendants des aléas affectant les banques de leur pays, dans un contexte où l'offre de financements de marché est elle-même fragmentée.

Au plan macroéconomique, le déséquilibre persistant entre l'épargne et l'investissement reflète un biais d'asymétrie de la politique économique agrégée. La zone euro dégagne un excédent annuel de compte courant de plus de 3% du PIB (soit près de 350 milliards d'euros), qui masque une distribution très hétérogène des soldes courants nationaux, alors que le taux d'investissement global y demeure inférieur à son niveau d'avant la crise.

L'émergence d'une véritable Union de financement (Villeroi, 2017) est donc un élément essentiel à la bonne marche de l'UEM; il repose sur la combinaison dynamique de trois composantes : i) l'achèvement de l'Union bancaire; ii) l'accélération de l'Union des marchés de capitaux (UMC); et iii) un levier public de mobilisation de l'investissement privé, s'appuyant sur le plan Juncker.

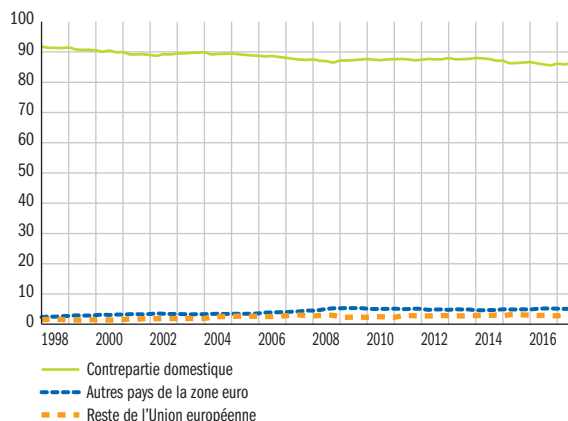
L'Union bancaire, depuis la mise en place de mécanismes communautaires de supervision (MSU) et de résolution (MRU), dispose d'un socle légal, réglementaire et prudentiel. Cependant, il reste à finaliser le pilier résolution en créant un filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique (FRU). La proposition par la Commission d'une ligne de crédit du MES ou d'un futur Fonds monétaire européen (FME), assortie d'un mécanisme de décision réactif, semble à cet égard la plus opérationnelle. Il faut ensuite déployer un système européen d'assurance-réassurance des dépôts pour faciliter la circulation homogène de la liquidité bancaire au sein de la zone euro.

Néanmoins les progrès institutionnels ne représentent qu'une étape. L'émergence de banques paneuropéennes, en particulier, nécessite de lever les obstacles à la constitution de groupes transfrontaliers que forment, par exemple, les options normatives nationales en matière de fonds propres et de liquidité, qui vont à l'encontre d'une gestion intégrée des institutions financières et de leurs filiales.

L'UMC apparaît encore moins avancée. Les régimes nationaux d'incitations réglementaires et fiscales entravent l'essor du financement par fonds propres (à l'exemple du biais fiscal en faveur du financement par endettement, ou de l'épargne réglementée). Ils tendent à subventionner l'épargne liquide, à pénaliser les placements à risque et les investissements à long terme. Ils participent également du cloisonnement des marchés, comme l'illustre la faiblesse de l'offre de produits d'épargne paneuropéens ou la structure de détention des positions en fonds propres dans la zone euro (cf. graphique 3).

## G2 Encours de prêts bancaires à des non-banques par résidence de la contrepartie

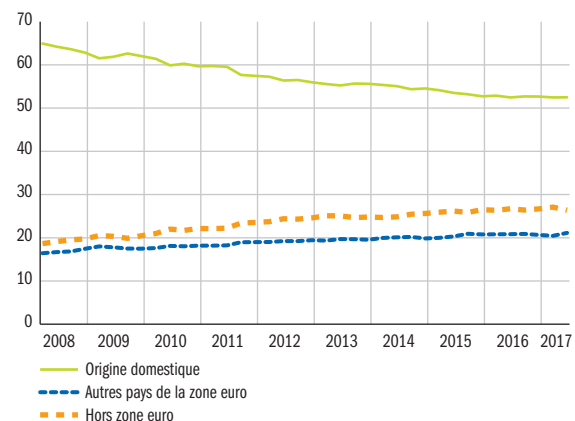
(en % du total)



Source : Banque centrale européenne.

## G3 Détention par la zone euro de positions en fonds propres par origine géographique de l'émetteur

(en % du total)



Source : Banque centrale européenne.

Une autre caractéristique de la zone euro est d'ailleurs que la part des fonds propres nets dans le financement des entreprises y demeure bien inférieure à celle observée aux États-Unis (respectivement environ 18% de leur bilan agrégé, contre 56%).

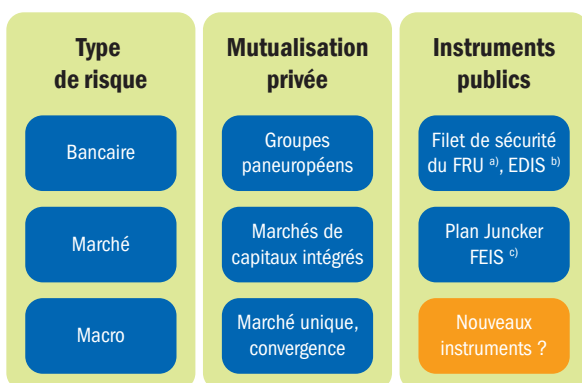
Le « Plan Juncker » d'investissement via le Fonds européen d'investissement stratégique (FEIS) représente la troisième composante de l'Union de financement. Avec environ 50 milliards d'euros de financements approuvés au titre du FEIS, il contribue déjà à plus de 250 milliards d'euros d'opérations, sur un rythme annuel d'environ 5% de l'investissement de la zone euro. C'est un élément de synergie important où le partage des risques publics concourt à la réalisation de projets vers lesquels les capitaux privés européens n'iraient aujourd'hui pas spontanément.

La complémentarité entre diversification privée et instruments de partage public des risques est double. Tout d'abord, les risques macroéconomiques liés à des chocs communs affectant la zone euro demeurent peu diversifiables en son sein. En outre, certains chocs sont susceptibles en raison de leur ampleur de provoquer un dénouement simultané des positions diversifiées des investisseurs privés. Face à ces risques, la mise en place de mécanismes communautaires de stabilisation, au-delà des outils de gestion de crise, doit faciliter le partage privé des risques par la réduction du risque macroéconomique (cf. schéma 1).

## Des instruments macroéconomiques ciblés et complémentaires

Quels sont les instruments collectifs potentiellement mobilisables dans la zone euro ? La typologie de

### S1 Instruments de partage des risques



a) FRU : Fonds de résolution unique.

b) EDIS : European deposit insurance scheme (Système européen d'assurance des dépôts).

c) FEIS : Fonds européen d'investissement stratégique.

Source : Banque de France.

Musgrave (1989), distinguant les fonctions d'allocation, de redistribution et de stabilisation exercées par les finances publiques, est à cet égard toujours utile. Dans l'UEM la première relève principalement de la dynamique de marché et de l'avancée de l'intégration financière, alors que la deuxième n'est envisageable que dans un cadre fédéral, donc à long terme. En fin de compte, seule la fonction centralisée de stabilisation macroéconomique apparaît pertinente et praticable dans le cadre actuel de l'UEM, à côté de la politique monétaire unique et en soutien des stabilisateurs conjoncturels nationaux. Elle peut avoir deux composantes : l'amortissement de chocs asymétriques affectant brutalement les économies nationales, et l'optimisation de la politique budgétaire agrégée de la zone euro.

Cette capacité collective de stabilisation doit cependant répondre à plusieurs conditions : i) elle a vocation à compléter et non se substituer aux politiques budgétaires nationales, pour ne pas créer un effet d'aubaine ; ii) elle doit éviter l'aléa moral incitant les gouvernements au report d'ajustements nécessaires et au rétablissement de leurs propres stabilisateurs budgétaires ; iii) elle doit laisser jouer la discipline de marché tout en prévenant ses effets déstabilisants et autoréalisateurs ; iv) elle doit enfin être neutre en termes de redistribution entre États, au moins sur la durée du cycle. Au regard de ces conditions, deux instruments complémentaires paraissent appropriés.

### Une facilité d'emprunt contingente (FEC)

Cette facilité, financée par émission de titres au nom de l'Union ou dans le cadre intergouvernemental du MES, ouvrirait aux États membres éligibles une ligne de crédit destinée à leur alléger la charge d'intérêt excessive liée à des situations de tension non justifiées au vu de la qualité de leurs fondamentaux. Elle ne conduirait d'ailleurs pas à mutualiser les dettes publiques des États membres et préserverait le jeu de la discipline de marché. À terme, les émissions pourraient être gérées par un futur FME et constituer l'embryon d'un marché paneuropéen d'actifs liquides et sûrs, attractifs pour les investisseurs.

Ce type d'instrument, ciblé sur la prévention de crise, se distinguerait des outils de gestion de crise du MES ; d'abord par le mode de conditionnalité, les États membres étant éligibles sur la base d'une préqualification, dès lors qu'ils se conformeraient aux règles collectives et à la stratégie définie dans le cadre du Semestre européen ; ensuite par des procédures de déclenchement simplifiées permettant sa mobilisation rapide ; enfin par la détermination de seuils d'intervention fixés en référence aux conditions d'emprunt moyennes de la zone. S'agissant du calibrage,

le coût d'une facilité d'emprunt devrait rester modéré. La communauté ne se substituerait à l'emprunteur national que dans des conditions strictement définies, pour des montants plafonnés et des durées courtes. Et la simple existence d'une telle facilité pourrait réduire les risques de tension sur les taux d'emprunt sans nécessairement être utilisée.

#### *Un fonds de stabilisation conjoncturelle (FSC)*

À la différence de la facilité d'emprunt dédiée à l'amortissement des chocs asymétriques, l'objet d'un fonds « pour les mauvais jours » serait de lisser les effets des fluctuations cycliques communes à l'ensemble de la zone euro. Il s'agit d'une assurance intertemporelle des risques, qui devrait être préfinancée par la constitution de réserves d'actifs liquides.

Le FSC serait abondé par des recettes fiscales dédiées provenant de contributions nationales, avec la possibilité d'incorporer un effet mécaniquement contracyclique à sa constitution – sans préjudice des engagements budgétaires européens. Les recettes seraient prélevées lorsque la croissance est supérieure à son potentiel (ou en situation d'écart de production positif), pour être recyclées lorsqu'elle est inférieure à son potentiel (ou en situation d'écart de production négatif).

Le calibrage d'un FSC peut varier en fonction de divers paramètres, tels que les variables macroéconomiques choisies comme référence, le seuil de déclenchement ou la répartition de l'effort de stabilisation entre l'échelon communautaire et les politiques nationales, etc. Dans l'hypothèse communément admise d'une masse critique de 2% du PIB, elle ne serait atteinte qu'à l'issue d'un cycle de croissance de plusieurs années, ce qui pose la question de l'amorçage du dispositif. Une possibilité serait de le doter d'emblée d'un capital souscrit pour lui donner une capacité d'emprunt (selon la méthode utilisée lors de la création du MES).

#### *Une combinaison cohérente des instruments*

Une facilité d'emprunt contingente serait dédiée à l'amortissement des chocs asymétriques. Elle jouerait le rôle d'un filet de sécurité face aux aléas des marchés et serait très réactive. Le fonds de stabilisation conjoncturel servirait quant à lui prioritairement à l'amortissement des chocs communs et au pilotage macroéconomique de la zone euro. Ces leviers d'action ne seraient pas redondants et faciliteraient l'émergence d'un *policy-mix* cohérent de l'UEM. Le traitement de chocs majeurs nécessiterait cependant le recours aux instruments spécifiques de gestion de crise.

### **Conditions institutionnelles de mise en œuvre**

Du fait de l'absence de compétence exclusive de l'Union européenne (UE) en termes de politique économique, deux options sont envisageables. Un nouveau traité intergouvernemental (ou une révision du traité établissant le MES) pourrait attribuer à une institution du type FME la gestion d'un instrument de prévention de crise, tel qu'une facilité d'emprunt contingente, voire celle d'un fonds de stabilisation conjoncturelle. Une approche communautaire apparaît cependant préférable pour un mécanisme permanent. C'est d'ailleurs la logique de la proposition de la Commission de ramener le MES dans le cadre du droit de l'Union. Cependant cette solution ne lèverait pas l'ambiguïté liée à la nature d'instruments visant essentiellement à améliorer le fonctionnement d'une zone euro à 19, mais sous le contrôle d'une Union européenne à 27.

La Commission, dans sa récente « feuille de route » (2017), évoque d'autres possibilités d'instruments destinés à contribuer à la stabilité de la zone euro dans le cadre du budget de l'UE. En outre, les articles 136 et 175 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) fournissent également une base juridique à l'adoption de nouvelles modalités de coordination des politiques économiques des États membres de la zone euro.

Les nouveaux instruments proposés devraient s'insérer dans le cadre de la surveillance renforcée du Semestre européen mise en place en 2010-2012, fournissant le cadre idoine d'évaluation à la pré-qualification des pays potentiellement bénéficiaires des mécanismes de stabilisation. La mise en place d'un dispositif destiné à lisser l'impact des aléas conjoncturels doit faciliter le respect des règles budgétaires par les États membres (et leur retire un alibi pour ne pas s'y conformer). Toutefois les diagnostics et recommandations de politiques économiques devraient s'appuyer sur une expertise légitime émanant d'une institution indépendante et reconnue; le comité budgétaire européen pourrait jouer ce rôle.

Enfin, la gouvernance des nouveaux instruments devrait être réactive et disposer de l'autorité et des moyens lui donnant une réelle autonomie par rapport aux administrations nationales. Ceci milite pour la mise en place d'un ministre de l'Économie et des Finances de la zone euro, réunissant les fonctions de commissaire en charge de l'Économie et de président de l'Eurogroupe, comme le propose la Commission dans sa feuille de route.

Compte tenu de l'étendue de son mandat et de son positionnement à la jonction de l'intergouvernemental et du fédéral, il est essentiel que ce ministre bénéficie d'une forte légitimité démocratique. Il ou elle devrait être responsable devant le Parlement européen et dialoguer régulièrement avec les parlements nationaux.

## Bibliographie

### Allard (C.) et al. (2013)

« *Toward a fiscal union for the euro area* », IMF Staff Discussion Note, n° 13/09, septembre.

### Asdrubali (P.), Sorensen (B. E.) et Yosha (O.) (1996)

« *Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n° 4, novembre.

### Bénassy-Quéré (A.) et al. (2018)

« *Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform* », *CEPR Policy Insight*, n° 91, janvier.

### Buti, (M.), Leandro (J.) et Nikolov (P.) (2016)

« *Smoothing economic shocks in the eurozone: the untapped potential of the financial union* », *VoxEu*, août.

### Commission européenne (1977)

*Report of the study group on the role of public finance in European integration*, coll. « *Studies* », *Economic and Financial Series*, n° A13, avril.

### Commission européenne (1990)

« *One market, one money - An evaluation of the potential costs and benefits of forming an Economic and Monetary Union* », *European Economy*, n° 44, octobre.

### Commission européenne (2017)

« *De nouvelles étapes en vue de l'achèvement de l'Union économique et monétaire* », Communication, 6 décembre.

### Farhi (E.) et Werning (I.) (2017)

« *Fiscal unions* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 12, décembre p. 3788-3834.

### Furceri (D.) et Zdzienicka (A.) (2013)

« *The euro area crisis: need for a supranational fiscal risk sharing mechanism?* », *IMF Working Paper*, n° 13/198, septembre.

### Garnier (O.) (2016)

« *Les imperfections de l'intégration financière internationale* », *Revue d'économie financière*, n° 123, octobre, p. 79-92.

### Kenen (P.) (1969)

« *The theory of optimum currency areas: an eclectic view* », éditions Mundell R. et Swoboda A.K., *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, p. 41-60.

### Méltitz (J.) et Zumer (F.) (2002)

« *Regional redistribution and stabilization by the center in Canada, France, the UK, and the US: a reassessment and new tests* », *Journal of Public Economics*, vol. 86, n° 2, novembre, p. 263-286.

### Mundell (R. A.) (1973)

« *Uncommon arguments for common currencies* », *The Economics of Common Currencies*, Éditions H.G. Johnson et A.K. Swoboda, George Allen et Unwin. Allen and Unwin.

### Musgrave (R. A.) et Musgrave (P. G.) (1989)

*Public Finance in Theory and Practice*, 5<sup>e</sup> édition, McGraw Hill.

### Persson (T.) et Tabellini (G.) (1996a)

« *Federal fiscal constitutions: risk sharing and moral hazard* », *Econometrica*, vol. 64, n° 3, mai, p. 623-646.

### Persson (T.) et Tabellini (G.) (1996b)

« *Federal fiscal constitutions: risk sharing and redistribution* », *Journal of Political Economy*, vol. 104, n° 5, octobre, p. 979-1009.

### Pisani-Ferry (J.) (2012)

« *The known unknowns and unknown unknowns of EMU* », *Bruegel Policy Contribution*, octobre.

### Villeroy de Galhau (F.) (2017)

« *L'avenir de la zone euro : de la "trinité impossible" au "triangle de croissance"* », discours à la 6<sup>e</sup> conférence annuelle Tommaso Padoa-Schioppa, Bruxelles, 1<sup>er</sup> juin.

#### Éditeur

Banque de France

#### Directeur de la publication

Olivier GARNIER

#### Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

#### Réalisation

Direction de la Communication

Mars 2018

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

