

Nos valeurs : l'ouverture, la loyauté, l'engagement, l'esprit d'équipe

Plan de la discussion

► Discussion de deux papiers en lien avec les débats d'actualité sur la zone euro et son architecture :

○ *The analytics of the Greek Crisis*, Pierre-Olivier Gourinchas, Thomas Philippon, Dimitri Vayanos

○ *Cross-border risk sharing after asymmetric shocks : Evidence from from the euro area and the United States*, Plamen Nikolov

► Interaction entre les deux travaux et réflexions plus générales sur la zone euro et de son architecture

1. The analytics of the Greek crisis

- ▶ Retour sur la dynamique macroéconomique de la crise grecque et comparaison de la crise grecque avec les autres grandes crises ayant affectés d'autres pays (émergents et avancés) depuis 1980 :
 - ◆ *Analyse des évolutions macroéconomique pré-crise et post-crise en Grèce*
 - ◆ *Comparaison avec autres épisodes de crise: caractère significativement plus récessif et prolongé de la crise grecque ; analyse intéressante sur le rôle du taux de change*
- ▶ Identification des différents déterminants et facteurs expliquant la récession grecque à l'aide d'un modèle DSGE
 - ◆ *Première phase (2008-2013) : consolidation budgétaire et augmentation des coûts de financement du secteur privé (“sudden stop”) ;*
 - ◆ *Seconde phase (2013-2015): facteurs domestiques => rigidité des prix et résorption lente des prêts non performants.*
- ▶ Etude de contrefactuels pour comprendre les spécificités de la crise grecque :
 - ◆ *la sévérité de la crise grecque serait essentiellement liée au niveau élevé de l'endettement (privé et public) au début de la crise.*

1. *The analytics of the Greek crisis*

- ▶ Un modèle qui réplique les principaux mécanismes macroéconomiques:
 - ◆ *agents hétérogènes ; intermédiation financière non triviale ; défauts endogènes*
 - ◆ *chocs multiples estimés simultanément*
- ▶ Absence de microfondation pour la modélisation des défauts et le comportement des banques
- ▶ Calibration et estimation de nombreuses variables → comment évaluer la robustesse du modèle?
- ▶ Chocs : l'estimation simultanée intègre les interactions entre les différents chocs → quid des contrefactuels fondés sur l'annulation d'un choc ?
- ▶ Le modèle est entièrement déterminé par les dynamiques de la demande → intégration d'un tendancier d'offre pour décrire la faiblesse de la reprise (effets d'hystérèse) ?

1. *The analytics of the Greek crisis*

- ▶ Un exercice de modélisation à interpréter avec beaucoup de précaution étant donné la complexité des cadres institutionnel et politique dans le cas grec

- ▶ Contexte spécifique du programme d'assistance financière:
 - ◆ *Règle de dépense publique du gouvernement dans le modèle vs. prêts concessionnels et conditionnalités du programme ;*
 - ◆ *Quel est le rôle de la politique monétaire dans le modèle?*

- ▶ Contexte institutionnel grec: le risque de sortie de la zone euro

- ▶ Concomitance avec la crise souveraine en zone euro au-delà des chocs idiosyncratiques sur la Grèce.

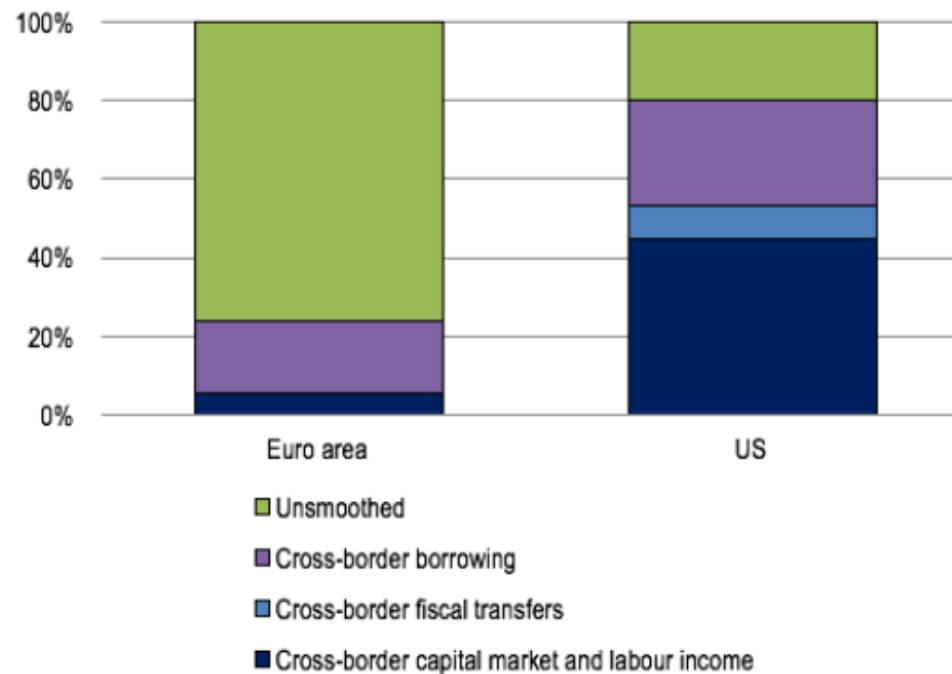
2. Cross-border risk sharing after asymmetric shocks

- ▶ Le partage des risques macroéconomiques pour absorber les chocs asymétriques est fondamental en Union Monétaire.
- ▶ Identification claire des différents mécanismes de partages des risques en Union monétaire :
 - ◆ *Mécanismes privés : marchés de capitaux, marchés du crédit, travail transfrontalier*
 - ◆ *Mécanisme publics: transferts budgétaires*
- ▶ Analyse empirique et comparaison avec les Etats-Unis qui sont utilisés comme benchmark :
 - ◆ *Définition adoptée du Risk-sharing = Amortissement de l'effet sur la consommation d'un choc de production*
 - ◆ *Méthodologie et canaux identifiés à partir d'une identité de comptabilité nationale*

2. Cross-border risk sharing after asymmetric shocks

- ▶ Les conclusions de l'analyse apparaissent claires
 - ◆ *Le risk-sharing est relativement faible en zone euro comparé aux Etats-Unis*
 - ◆ *Le risk-sharing privé est une priorité étant donné une plus faible efficacité du risk-sharing public via des transferts budgétaires*

Figure 2 Cross-border risk sharing through different channels
(% of total asymmetric shock to output)



2. Cross-border risk sharing after asymmetric shocks

- ▶ La méthodologie utilisée (Asdrubali & Al) n'est pas consensuelle et pourrait souffrir de plusieurs limites, comme exposé par l'OFCE :
- ▶ I – Surestimer et ne pas évaluer précisément l'efficacité des canaux financiers du risk-sharing, en particulier aux Etats-Unis:
 - ◆ *L'efficacité du risk-sharing des revenus transfrontaliers du capital et du travail est mesuré conjointement et n'est donc pas distingué;*
 - ◆ *Les transferts transfrontaliers financiers (capital et crédit) provenant d'un autre Etat américain ou du reste du monde ne sont pas séparés.*
 - ◆ *Comparaison US/Zone euro difficile : Une partie des revenus transfrontaliers de capital au sein des Etats-Unis est liée à des transferts d'intérêt et de dividendes sur des fonds de retraites privés, alors que les dépenses retraites sont le plus souvent dans la sphère publique en Europe.*
- ▶ II – Sous-estimer les cycles économiques régionaux et ne pas distinguer les chocs symétriques et asymétriques

¹ OFCE 2011: « Partage du risque interrégional, une étude des canaux budgétaires et financiers aux États-Unis et en Europe » de Mickaël Clévenot, Vincent Duwicquet.

2. Cross-border risk sharing after asymmetric shocks

- ▶ Le risk-sharing et l'efficacité des différents canaux restent difficile à évaluer, comme le témoigne d'autres études avec résultats très divergents:
 - ◆ *Evaluation de l'OFCE en 2011 : Aux US, l'efficacité du risk-sharing public via des transferts budgétaires transfrontaliers est de 40 % à 70 % contre 10 % pour les transferts financiers transfrontaliers (résultat similaire à Sala-i-Martin et Sachs (1992) pour lesquels ces transferts budgétaires réduisent les chocs régionaux sur les revenus de 35%).*
- ▶ Les agents détenant des actifs à l'étranger ne sont pas nécessairement ceux qui ont la propension la plus forte à consommer en cas de chocs. Cela pose la question de la redistribution au sein des pays.
- ▶ L'intégration budgétaire, et son corollaire d'intégration politique, favorise une plus grande stabilité et contribue donc indirectement au renforcement de l'intégration financière et du risk-sharing privé.

3. Synthèse

- ▶ Interaction entre les deux travaux : Une intégration financière parfaite aurait-elle permis d'éviter ou de limiter la crise grecque?
 - ◆ *De manière paradoxale, l'intégration financière a contribué au "sudden stop", qui apparaît comme un facteur déterminant dans la sévérité de la crise grecque => l'intégration financière doit être faite correctement.*
 - ◆ *L'intégration financière ne suffit sans doute pas à garantir pleinement l'intégrité de la zone euro, alors que le risque de sortie de la Grèce a joué un rôle clé dans la crise.*
- ▶ Néanmoins, le partage de risques financiers par le secteur privé favorise clairement la résilience d'une union monétaire :
 - ◆ *Réduit l'effet récessif (et accélérateur) de l'effondrement de l'investissement et du crédit en période de crise ;*
 - ◆ *Favorise le découplage de la boucle souverain-bancaire et réduit la fragmentation financière.*

3. Synthèse : quelle(s) intégration(s) pour garantir la stabilité de la zone euro ?

- ▶ Le renforcement de l'intégration financière suffit-il pour autant ?
 - ◆ *L'intégration financière ne pourra pas être totale tant que l'intégrité de la zone euro ne sera pas assurée.*
 - ◆ *L'absorption des chocs asymétriques passe également par le jeu des stabilisateurs automatiques, qui peuvent être contraints au niveau national, notamment avec l'héritage de la crise.*
 - ◆ *L'intégration budgétaire, un complément utile, voire nécessaire, à l'intégration financière?*

- ▶ Par-delà la gestion des chocs asymétriques, les dynamiques divergentes en zone euro pourraient fragiliser la cohésion de l'union économique et monétaire à moyen terme ?
 - ◆ *La relance du processus de convergence entre les pays de la zone euro pourrait être facilitée par une capacité budgétaire commune d'investissement.*