

Membre de l'université Paris Lumières

# Léonore Raguideau-Hannotin

## **Pays d'Europe Centrale et du Sud-Est : Analyse de l'intégration financière, monétaire et bancaire avec l'Union Européenne et la zone Euro**

Thèse présentée et soutenue publiquement le 30/09/2021  
en vue de l'obtention du doctorat de Sciences économiques de  
l'Université Paris Nanterre  
sous la direction de M. Jean-Pierre ALLEGRET (Université Côte d'Azur)

### Jury :

Directeur de thèse :	Monsieur Jean-Pierre ALLEGRET	Professeur des Universités, Université Côte d'Azur
Rapporteur :	Madame Sophie BRANA	Professeur des Universités, Université de Bordeaux
Examineur :	Madame Antonia LOPEZ VILLAVICENCIO	Professeur des Universités, Université Paris Nanterre
Examineur :	Monsieur Jean-Sébastien PENDECOTE	Professeur des Universités, Université de Caen-Normandie
Rapporteur :	Madame Camélia TURCU	Professeur des Universités, Université d'Orléans

La thèse porte sur les problématiques d'intégration financière, monétaire et bancaire des pays Membres de l'Union Européenne (UE) situés géographiquement en Europe Centrale et du Sud-Est (pays CESEE), à savoir la Bulgarie, la Croatie, la Hongrie, la Pologne, la République Tchèque et la Roumanie, dans le contexte institutionnel spécifique de l'UE. Ces six pays partagent une histoire commune suite à leurs adhésions successives à l'UE dans les années 2000, après avoir précédemment partagé l'expérience socialiste comme pays membres du Bloc de l'Est entre la fin des années 1940 jusqu'en 1991, puis une période de transition vers l'économie de marché durant la décennie 1990. Ils partagent enfin une histoire plus ancienne avec leurs voisins de l'Europe du milieu situés entre l'Allemagne et la Russie: nombre de ces pays ont été annexés ou vassalisés par les Empires hasbourgeois et ottomans entre les XIVème et XIXème siècles, parfois pendant cinq siècles.

De par la richesse de leur histoire récente, différents processus économiques sont à l'oeuvre au sein de ces pays de façon concomitante, processus qui font l'objet de recherches en économie. En premier lieu, la transition vers l'économie de marché (processus proche de l'achèvement en 2015 tel que mesuré par les indicateurs de transition de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement); en deuxième lieu, l'intégration au commerce et aux flux de capitaux internationaux et plus particulièrement, intra-européens; en troisième lieu, la convergence nominale comme condition nécessaire à l'adhésion à la zone Euro et telle que mesurée par les critères de Maastricht; enfin, la convergence réelle au sein de l'Union Economique et Monétaire (UEM), favorisée par les transferts transnationaux via les fonds structurels et mesurée par le niveau de revenu par habitant.

Les processus d'intégration financière, monétaire et bancaire de ces économies au sein de l'Union Européenne sont particulièrement intéressants pour trois raisons principales que nous développerons dans la section suivante. Tout d'abord, un certain nombre de caractéristiques de cette intégration sont spécifiques aux pays CESEE par rapport à d'autres pays émergents, comme par exemple la détention de leurs actifs bancaires par de grands groupes bancaires européens. Par ailleurs, la récurrence de crises financières depuis trois décennies et leurs coûts macroéconomiques et financiers nous amènent à réfléchir aux effets de cette intégration sur les mécanismes d'ajustement aux chocs. Ceci paraît d'autant plus important que les pays CESEE présentent une grande variété de régimes monétaires et de change, ce qui peut induire des réponses différentes de politique économique en cas de choc. Enfin, bien que leur statut actuel vis-à-vis de l'Union Economique et Monétaire soit assez varié, l'analyse de leur intégration monétaire et bancaire permet d'apporter des éléments de réponse aux débats sur l'adhésion à la monnaie unique et sur la participation anticipée à l'Union Bancaire. Ces débats ont de l'importance à un moment où la convergence des niveaux de développement des pays CESEE avec les pays de la zone Euro, mesurée par l'évolution du revenu réel par habitant en parité de pouvoir d'achat, se ralentit depuis la crise financière globale de 2008, pour

les pays du Sud-est particulièrement (graphique 1). Les PIB réels par habitant se situent en 2019 entre 60 et 70% de la moyenne de la zone Euro (à l'exception de la République Tchèque, autour de 90% et de la Bulgarie à 50%).

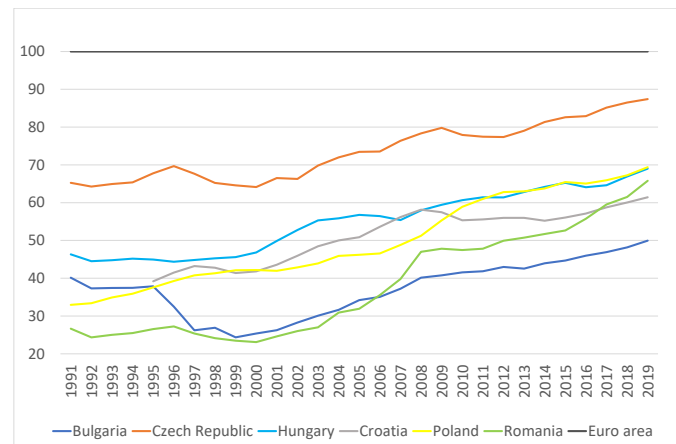


Figure 1 – Revenu réel par habitant (PPA)

Notes: Volume indices % Euro area; Source: WB World Development Indicators

Nous allons dans un premier temps définir les processus d'intégration financière, monétaire et bancaire à l'oeuvre dans les pays CESEE, en s'appuyant sur des indices synthétiques ou agrégés. Puis dans un deuxième temps, nous analyserons les vulnérabilités financières communes ainsi que l'état d'avancement du processus d'intégration européenne vers l'UEM. Etant donné ce contexte, nous développerons enfin l'état de la littérature ainsi que les motivations, stratégies empiriques et résultats des trois chapitres.

## 1 Définition et mesures de l'intégration financière, monétaire et bancaire des pays CESEE

Si l'on souhaite caractériser le niveau global d'intégration financière de ces économies en utilisant des mesures synthétiques, il existe des indices de jure et de facto de la même manière que pour la classification des taux de change. Quand on utilise une mesure de facto comme l'indice d'ouverture financière en volume de Lane and Milesi-Ferretti (2018) en graphique 2, les pays CESEE ont un degré d'ouverture deux fois moindre que la zone Euro, à l'exception notable de la Hongrie. Quand on considère une mesure de jure comme l'indice d'ouverture financière de Chinn and Ito (2006), qui reflète le degré de libéralisation des flux de capitaux, il apparaît que la majorité des pays CESEE ont atteint au début des années 2000 un degré d'intégration financière comparable à ceux des pays Membres de la zone Euro (graphique 3a). Les pays présentant actuellement le degré d'ouverture financière le plus faible sont la Pologne et la Croatie. Quel que soit l'indice d'intégration financière retenu, il apparaît néanmoins que ce phénomène est commun à tous les pays.

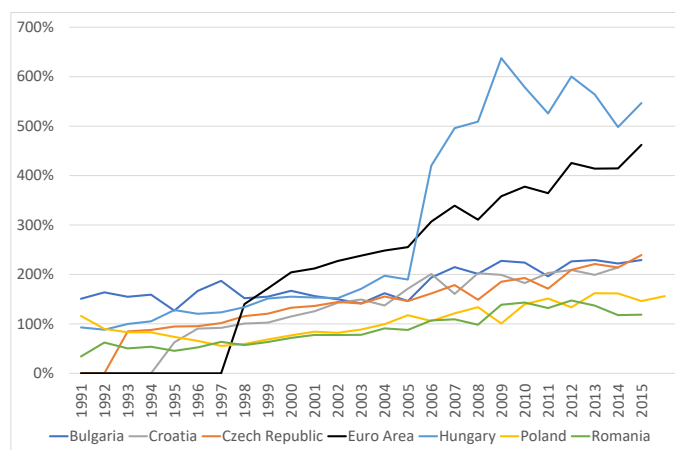
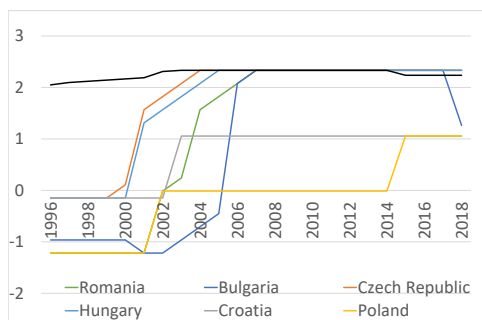


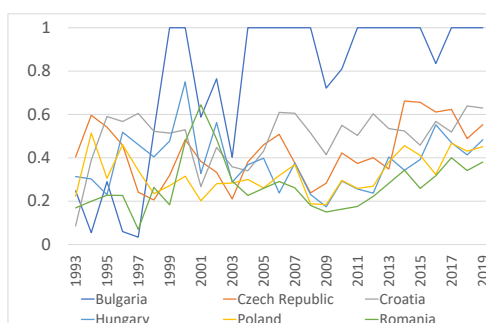
Figure 2 – Indice d'intégration financière en volume

Notes: Ratio de la somme des actifs et passifs sur le PIB, exprimé en dollar courants. Source: EWN database

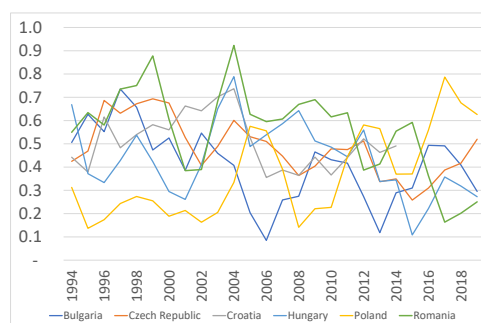
L'intégration monétaire des pays CESEE au niveau international peut elle aussi se mesurer grâce aux deux autres indices du trilemme de politique monétaire de [Aizenman, Chinn, and Ito \(2008\)](#), relatifs à la stabilité du taux de change et à l'indépendance monétaire (graphiques 3b et 3c). Il apparaît ainsi que le degré d'indépendance monétaire s'est tendanciellement réduit depuis 2004. La Hongrie, la Roumanie et la Bulgarie ont en 2018 l'indépendance monétaire la plus faible (indices autour de 0,3), tandis que la Pologne est la plus indépendante monétairement (indice égal à 0,65).



(a) Ouverture financière



(b) Stabilité du taux de change



(c) Indépendance monétaire

Figure 3 – Les indices du trilemme monétaire

Notes: Plus l'indice est élevé, plus le taux de change est stable, l'indépendance monétaire est forte ou l'ouverture financière élevée; Source: [Aizenman et al. \(2008\)](#)

Pour autant, l'intégration monétaire à la zone Euro recouvre une réalité différente car elle est encadrée et officiellement mesurée par des critères de convergence de Maastricht, qui donnent des niveaux de référence des variables monétaires (taux d'inflation, taux d'intérêt et taux de change) et de finance publique (dette et déficit public).

Ces critères de convergence ne donnent néanmoins pas d'information sur l'intégration monétaire effective, qui elle ne fait pas l'objet d'une mesure synthétique comme ses équivalents commerciaux ou financiers qui reposent sur des flux (ratio d'ouverture commerciale, indice d'intégration financière en volume). La question de la mesure de l'intégration monétaire des pays CESEE avec la zone Euro sera ainsi au coeur de notre deuxième chapitre.

Si l'on s'intéresse enfin au processus d'intégration bancaire des pays CESEE avec la zone Euro, on peut le caractériser comme précédemment en utilisant des indicateurs agrégés en volume, et en comparant dans un premier temps la dynamique des prêts des pays CESEE en fonction du type d'emprunteur (interbancaires d'une part et au secteur privé et gouvernement d'autre part) avec celles de la zone Euro. Cette analyse permet de déterminer si l'horizon d'intégration par les flux est de court terme ou long terme.

Pour ce faire, nous précisons tout d'abord le contexte global d'intégration bancaire au niveau intra zone Euro. Celle-ci devrait à priori être soutenue par la mise en place de l'Union Bancaire depuis 2012: pour autant, l'évolution récente des indicateurs en volumes depuis la crise financière de 2008 vont dans le sens d'une décroissance puis d'un redémarrage très lent du niveau global des prêts bancaires.

Le graphique 4, qui s'intéresse aux prêts interbancaires (qui constituent le marché professionnel des prêts entre institutions financières), montre que la proportion de ceux-ci a diminué en proportion de la totalité des prêts accordés pour les douze pays coeur de la zone Euro, particulièrement en Autriche, Belgique, Allemagne, Grèce et Chypre (avec des niveaux initiaux moyens de 30% des prêts totaux dans la période de forte croissance du crédit précédant la crise financière de 2008, qui ont été divisés par deux depuis). Par ailleurs, tel qu'indiqué dans le graphique 5, le volume global de prêts transfrontières aux secteurs privé et public hors institutions financières, n'a retrouvé son niveau de 2011 qu'en 2019. Ce phénomène de retranchement des flux bancaires en zone Euro post crise financière de 2008, voire de désintégration financière, a été identifié par la littérature ([Bouvatier and Delatte, 2015](#)).

Il n'en va pas de même pour les pays CESEE pour lesquels il apparaît en graphique 4 que la proportion de prêts interbancaires a faiblement décliné seulement sur la même période (sur une base initiale moyenne de 5% des prêts totaux). Comme nous le verrons dans notre analyse des vulnérabilités financières communes, l'intégration bancaire par les flux des pays CESEE au niveau européen ne s'est pas faite par les prêts interbancaires transfrontières comme intra zone Euro mais par une explosion des créances bancaires locales en devises locales (graphique 13), portées par des filiales de banques européennes.

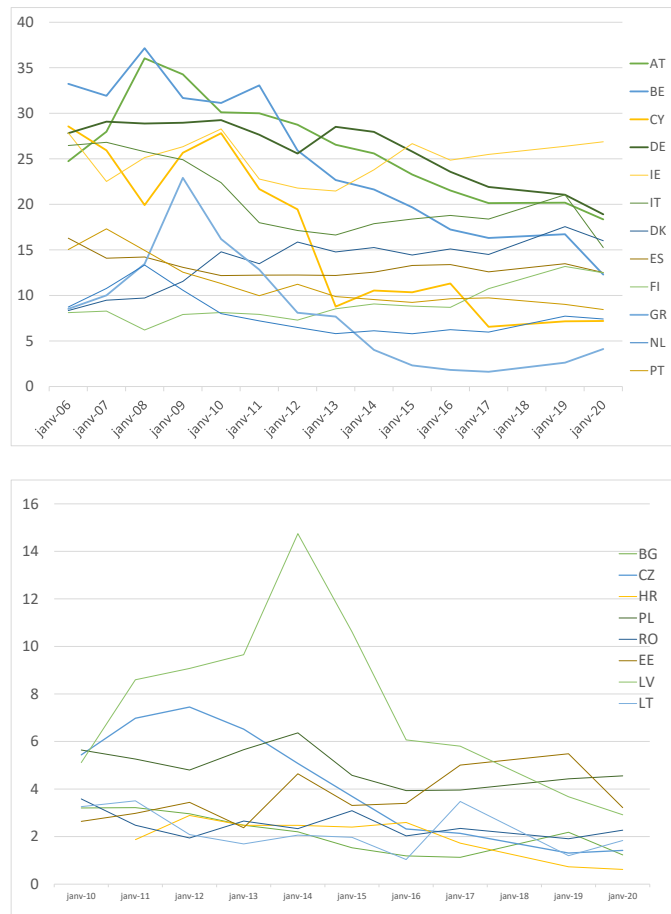


Figure 4 – Prêts interbancaires dans la zone Euro (12), dans les pays CESEE et les pays Baltes

Data source: ECB Risk Assessment Indicators; % of total loans by country LHS

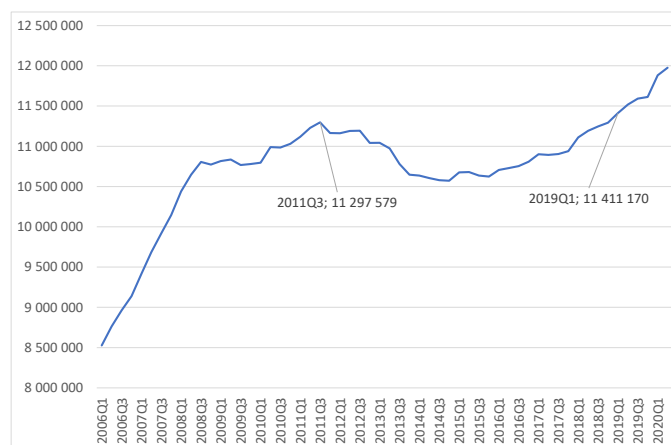


Figure 5 – Prêts bancaires aux ANF des institutions de crédit de la zone Euro, intra zone Euro: Evolution depuis 2006

Data source: ECB Balance Sheet Items, quarterly data; LHS: millions of Euros

L’horizon d’intégration bancaire des pays CESEE est donc de long terme et soutenue par la demande de crédit des secteurs privé non financier et public. Il apparaît d’ailleurs que ce type de prêts a commencé à décroître plus tardivement qu’en zone Euro (en proportion du PIB, à partir de 2012, tel qu’indiqué par les statistiques agrégées du WDI de la Banque Mondiale), ce qui est en faveur d’un cycle de crédit différent entre pays CESEE et pays de la zone Euro.

## 2 Importance des vulnérabilités financières et de l’intégration européenne

Après avoir rappelé la succession de crises financières depuis le début des années 1990 et leurs impacts sur la volatilité de la croissance économique, nous allons préciser certains faits stylisés relatifs à l’intégration financière et bancaire des pays CESEE, à savoir l’accumulation de vulnérabilités financières, des caractéristiques structurelles des systèmes bancaires communes, avant de préciser leur statut actuel vis-à-vis de l’UEM.

L’histoire économique récente des pays CESEE a été marquée par une forte occurrence de chocs financiers, de type et de nature variés (structurels, conjoncturels, idiosyncratiques, globaux). Le tableau 1 en annexe récapitule les dates de ces crises telles qu’estimées par [Laeven and Valencia \(2008\)](#) et [Reinhart, Rogoff, and Cabot \(2008\)](#) pour les crises bancaires et les crises de change, et par [Forbes and Warnock \(2012\)](#); [Eichengreen and Gupta \(2016\)](#); [David and Gonçalves \(2019\)](#) pour les épisodes de tarissement des flux de capitaux internationaux ou sudden stops. Chaque méthodologie a ses spécificités pour dater les crises, mais il apparaît néanmoins que les années 1990 sont marquées par des crises bancaires et des défauts souverains, qui durent souvent plusieurs années, au début de la période de transition vers l’économie de marché. Elles sont suivies de crises de change en Bulgarie, Roumanie et République Tchèque, qui conduisent à un changement de régime de change pour la Bulgarie. Les crises financières changent ensuite de nature durant les années 2000 et deviennent presque exclusivement des sudden stops. La décennie des années 2010 fait suite à la crise financière globale en 2008-2009 qui a provoqué des crises de balance des paiements en Hongrie et en Roumanie, qui ont nécessité une aide conjointe du FMI et de l’Union Européenne. Certains pays CESEE ont aussi été confrontés à la réapparition de crises bancaires domestiques (Bulgarie) et des phénomènes globaux de tarissement des flux de capitaux internationaux (en 2013 et en 2015), à l’origine de dépréciations des monnaies domestiques et d’une plus grande volatilité de la croissance du PIB (Croatie, Hongrie, République Tchèque). Si l’on s’intéresse au coût macroéconomique de ces crises, en menant une analyse standard des taux de croissance du PIB réel et de leurs volatilités au graphique 6, il apparaît une instabilité de la croissance économique, avec un taux de croissance fortement volatil (en absolu et en relatif par rapport à l’Allemagne, qui a connu la réunification). Par ailleurs, il y a eu une baisse très marquée de celui-ci lors de la crise financière globale de 2008, supérieure à celle observée dans d’autres pays émergents ([Allegret, 2012](#)).

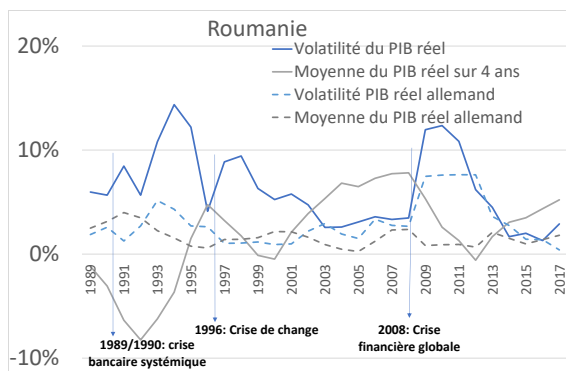
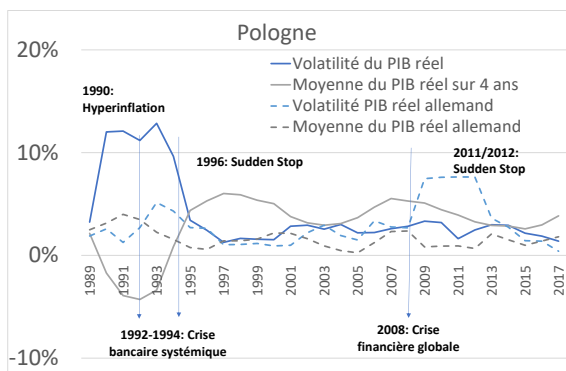
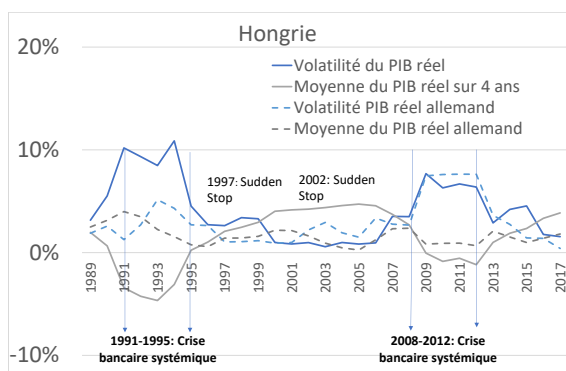
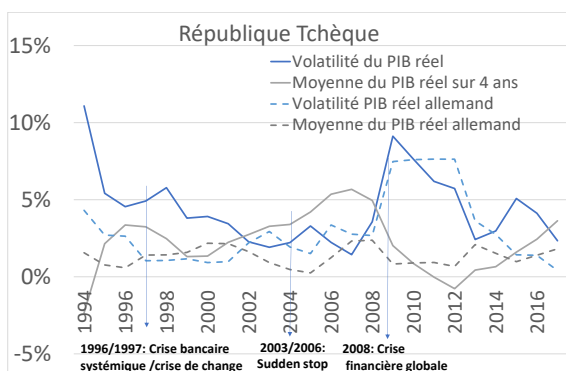
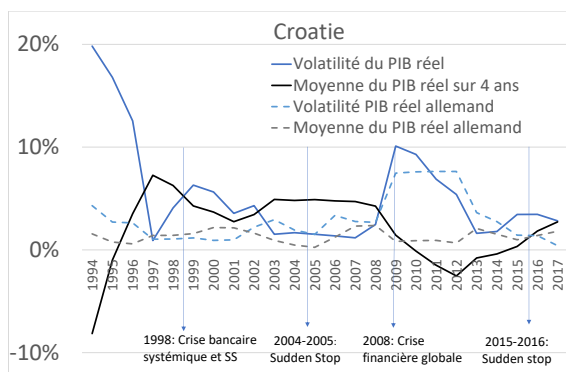
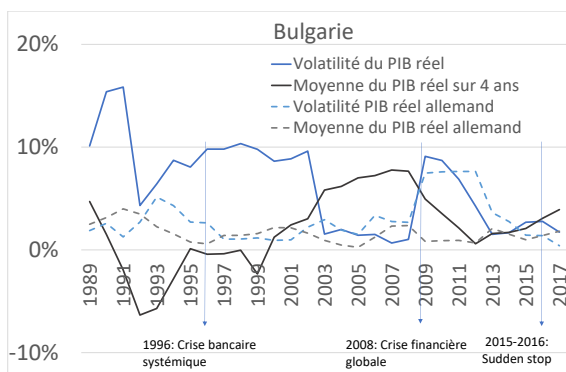


Figure 6 – Taux de croissance et volatilité annuels du PIB réel par habitant et par pays

Notes: Volatilité calculée comme l'écart-type du taux de croissance moyen du PIB réel sur les quatre années précédentes, glissantes au cours de la période; Source PIB réel et population : PWT



Les décennies 1990 et 2000 ont aussi été marquées par la libéralisation financière, particulièrement du compte de capital. La vitesse de libéralisation a été variable selon les pays et souvent fonction des perspectives d'adhésion à l'OCDE et à l'Union Européenne (Arvai, 2005). La République Tchèque fait partie des pays qui ont le plus rapidement ouvert leur compte de capital, tandis que la Hongrie, la Pologne ont été plus prudents dans leur ouverture aux capitaux étrangers. Les pays CESEE ont connu une forte dégradation de leur position extérieure nette entre 1990 et 2009, tout d'abord sous la forme d'entrées nettes massives d'investissements directs à l'étranger dans la décennie 1990, puis à cause du poids des créances bancaires transfrontières (graphique 7). Cette dépendance extérieure est par ailleurs caractérisée par une forte concentration géographique des pays investisseurs et créanciers dans l'Union Européenne.

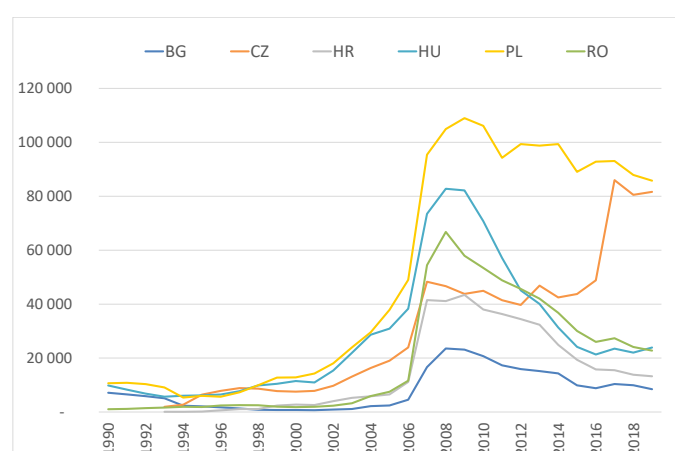


Figure 7 – Créances bancaires transfrontières

Notes: en millions de dollars US; Source: Fond Monétaire International

Cette libéralisation financière a permis à un certain nombre de grands groupes bancaires européens de prendre des participations dans les banques des pays CESEE, lors des vagues de privatisations au début de la période de transition. Les actifs bancaires sont ainsi majoritairement détenus par des groupes bancaires européens. Hüttl and Schoenmaker (2016) précisent qu'entre 55 et 75% des actifs bancaires étrangers trouvent leur origine dans les pays de la zone Euro. Le graphique 9 qui s'intéresse à la période 2007-2019 nous montre qu'il existe deux groupes de pays distincts: d'une part, la Hongrie et la Pologne dont les actifs bancaires sont détenus pour moitié par des investisseurs étrangers (avec un fort mouvement de renationalisation bancaire depuis la crise financière globale de 2008). D'autre part, la Bulgarie, la Croatie, la République Tchèque et la Roumanie dont la proportion de détention étrangère des actifs bancaires varie entre 75 et 90%. Dans les deux cas, ces niveaux de détention étrangère des actifs bancaires sont bien supérieurs au niveau moyen au sein de la zone Euro et de l'UE, respectivement à 15 et 20% en 2019.

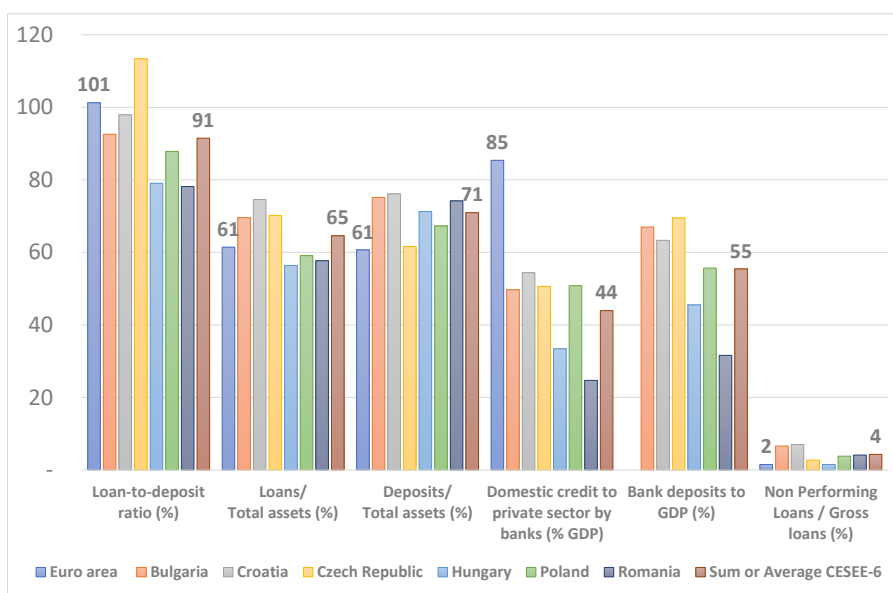


Figure 8 – Caractéristiques des systèmes bancaires en 2019  
Source: Statistiques bancaires consolidées de la BCE

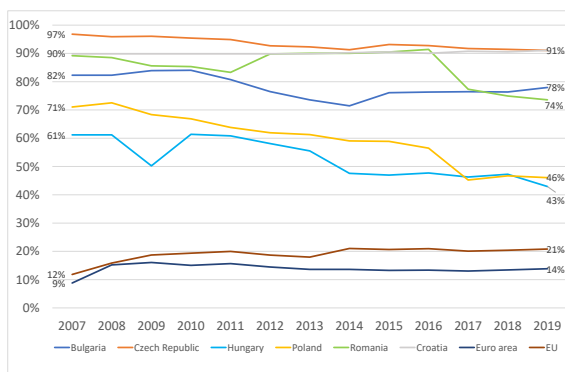


Figure 9 – Détention étrangère des actifs bancaires (% total actifs)  
Source: Statistiques bancaires consolidées de la BCE

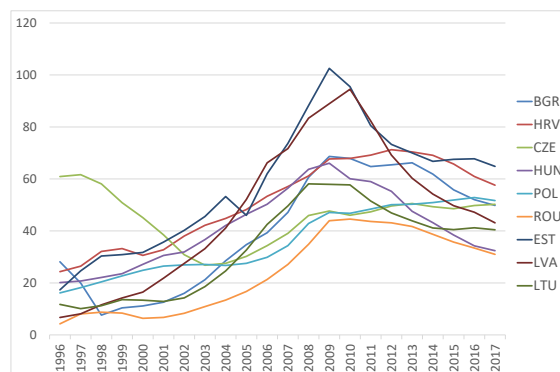


Figure 10 – Crédit domestique (% PIB)  
Légende: ISO3-codes;  
Source: WB Global Financial Development

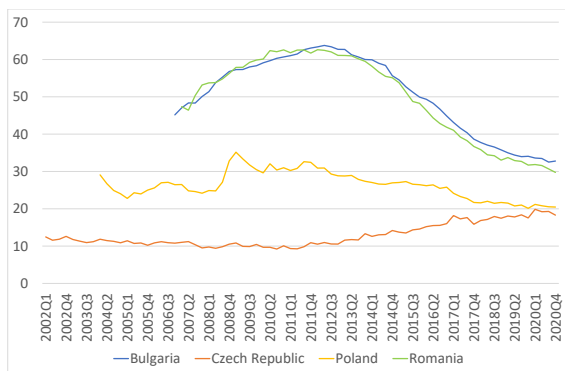


Figure 11 – Prêts en devise étrangère (% volume total prêts)  
Source: ECB SDW

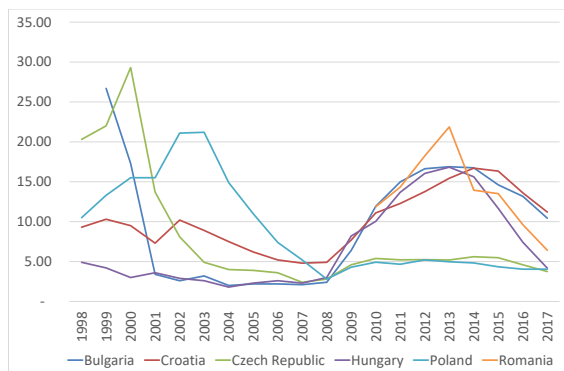


Figure 12 – Prêts non performants (% volume total prêts)  
Source: WB WDI

Enfin, si l'on compare les secteurs bancaires des pays CESEE avec celui de la zone Euro, il est notable que la taille des secteurs bancaires (en volume et relativement au PIB) est très inférieure de celle de la zone Euro. En 2019, les actifs bancaires des six pays CESEE représentent 1.13 trillion d'euros, alors qu'au niveau de l'UE ils représentent près de 43 trillions d'euros. Il apparaît aussi que certains ratios de liquidité (ratio prêt/dépôt) ou de financement (ratio dépôts/actif, ratio prêts/actifs) convergent vers voire dépassent la moyenne de la zone Euro. Les dépôts couvrent désormais presque intégralement les prêts. L'ensemble de ces indicateurs sont résumés pour l'année 2019 dans le graphique 8.

Néanmoins, d'autres indicateurs identifiés dans la littérature comme des vulnérabilités financières (Ghosh, Qureshi, Kim, and Zalduendo, 2014) tels que les volumes de crédit domestique au secteur privé ou le niveau des prêts en devises étrangères, diffèrent nettement de ceux de l'Union Européenne, en particulier leur dynamique. En effet, le modèle de financement externe de ces économies ainsi que les caractéristiques structurelles de leurs systèmes bancaires ont entraîné une croissance excessive du crédit bancaire domestique privé. La détention massive des actifs bancaires par de grands groupes européens a rendu inopérantes les politiques microprudentielles de contrôle du crédit dans la période précédant la crise financière de 2008. Le graphique 10 montre qu'en moyenne le poids du crédit domestique en proportion du PIB a triplé entre 2000 et 2010, voire quintuplé pour la Bulgarie, la Hongrie et la Roumanie.

Deux dynamiques distinctes ont été à l'oeuvre qui ont renforcé les vulnérabilités financières liées au crédit bancaire:

- en premier lieu, une forte croissance des créances libellées en devises étrangères (graphique 11), en particulier en Hongrie, en Roumanie et en Bulgarie, qui a créé de larges positions de change non couvertes au passif des ménages.

- en second lieu, une croissance exponentielle des prêts locaux en monnaie locale octroyés par les filiales de banques étrangères, dont on voit la dynamique dans les statistiques bancaires consolidées de la BRI (graphique 13). L'extension de ce type de créances est un fait stylisé commun aux pays émergents, mais l'ampleur du phénomène dans les pays CESEE est caractéristique.

Ces phénomènes sont à l'origine d'une forte augmentation des prêts non-performants après la crise financière de 2008 (graphique 12): ils ont représenté jusqu'à 17% en moyenne du portefeuille de prêts en 2012-2013.

Ces vulnérabilités financières caractéristiques des pays CESEE ont fait l'objet de suivis et de politiques de réduction spécifiques, voire même de restructuration/conversion du portefeuille au niveau national (Hongrie), qui ont été efficaces très rapidement. Le niveau de prêts non performants ne représente plus en 2019 que 4% du portefeuille en moyenne, ce qui correspond néanmoins au double du niveau moyen européen.

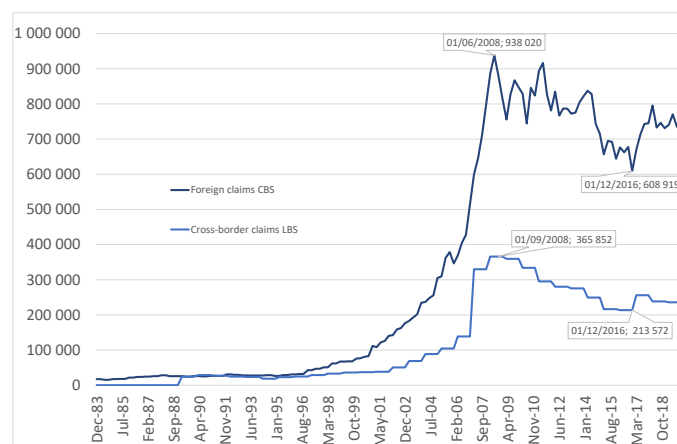


Figure 13 – Evolution des créances bancaires transfrontières et consolidées agrégées  
Unité: Millions de dollars US ; Source: Statistiques bancaires territoriales et consolidées de la BRI

Si l'on s'intéresse finalement aux situations de chaque pays vis-à-vis de l'Union Economique et Monétaire, ces Etats Membres ne font actuellement pas partie de la zone Euro et sont censés à terme adhérer à la monnaie unique en vertu du Traité instituant l'UE. Certains pays sont néanmoins plus avancés que d'autres dans le processus d'adhésion à l'euro. La Bulgarie et la Croatie, en régimes de change fixe ou quasi fixe, participent au Mécanisme de change européen (MCE II) depuis juin 2020, récemment renforcé par l'obligatoire participation anticipée à l'Union Bancaire. Les autres pays, en régimes de change flottant ou intermédiaire, n'ont quant à eux pas donné de date cible de candidature au MCE II (à l'exception de la Roumanie qui indiquait en 2018 vouloir candidater en 2026). En termes de convergence nominale mesurée par les critères de Maastricht en juin 2020, les performances nationales sont contrastées, en particulier en termes d'inflation.

Concernant la possibilité de participation anticipée à l'Union Bancaire, facultative pour les pays Membres de l'UE hors MCE II, celle-ci n'a pas été retenue par les autres pays CESEE. L'Union Bancaire a été créée en septembre 2012 en réponse à la crise des dettes souveraines dans l'Union Européenne et repose sur quatre piliers: le Règlement uniforme, la Supervision unique, la Résolution unique et la Garantie des dépôts bancaires. La participation anticipée consiste en une coopération rapprochée avec la BCE en matière de supervision bancaire et une adhésion au Mécanisme de Résolution Unique (et en particulier, l'abondement au Fonds de Résolution Unique). Les pays CESEE participent pourtant depuis 2008 à l'Initiative de Vienne, qui a instauré une coopération multilatérale en matière bancaire depuis la crise financière globale.

Les motivations des chapitres présentées ci-après sont ainsi liées aux vulnérabilités financières communes et au processus d'intégration européenne. Si le premier chapitre cherche à caractériser les flux de prêts bancaires vers les pays CESEE pour orienter les

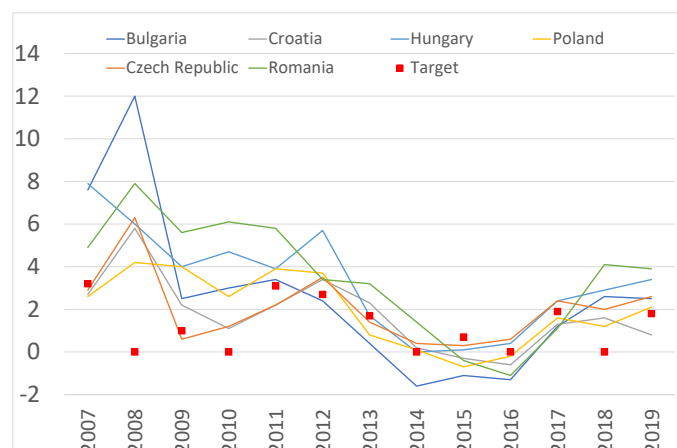


Figure 14 – Taux d'inflation harmonisés et références des rapports de Convergence  
Source: INSEE

choix de politiques économiques en cas de choc, les chapitres deux et trois s'attachent à montrer les interactions existant entre l'intégration financière et monétaire et les mécanismes d'ajustement aux chocs (politique monétaire, partage du risque).

### 3 Etat de la littérature et motivations de la recherche

La motivation du premier chapitre est d'analyser les déterminants des vulnérabilités externes d'origine bancaire des pays CESEE pour proposer des réponses de politiques publiques adaptées.

Tout d'abord, les faits stylisés développés dans la section 2 de cette introduction font apparaître une forte interdépendance financière et bancaire des pays CESEE avec l'Union Européenne (en particulier leur modèle bancaire), qui s'est faite de façon concomitante avec une augmentation des vulnérabilités financières. Un autre fait stylisé développé dans le chapitre sous-tend le choix des créances bancaires transfrontières comme variable d'intérêt. L'analyse agrégée de la position extérieure nette de ces pays montre une forte dégradation de celle-ci jusqu'à la crise financière globale. La décomposition des engagements dans le temps montre une surpondération des IDE pendant la décennie 1990, et une forte accélération du poids des crédits transfrontières pendant la décennie 2000. Si la tendance actuelle est à la progression du poids des investissements de portefeuille, les créances transfrontières permettent de mener une analyse de long terme, qui est l'horizon d'étude de cette thèse.

Par ailleurs, s'il existe beaucoup de statistiques relatives aux créances bancaires, il existe comparativement peu de littérature spécifique sur les mouvements internationaux de capitaux bancaires vers les pays CESEE. Plus précisément, les pays CESEE sont souvent inclus comme pays destinataires des flux de capitaux bancaires dans les études

empiriques sur l'UE ou les pays émergents (Milesi-Ferretti, Strobbe, and Tamirisa, 2010), qui parfois adoptent une modélisation de type gravitaire (Bouvatier and Delatte, 2015; Herrmann and Mihaljek, 2011; Emter, Schmitz, and Tirpák, 2019). Quelques exceptions récentes s'intéressent aux déterminants des flux de capitaux (particulièrement bancaires) vers les pays CESEE (Braná and Lahet, 2012; Eller, Huber, and Schuberth, 2016) et complètent une littérature centrée sur les flux de capitaux avant la crise de 2008, particulièrement sur les IDE (Arvai, 2005; Bakker and Gulde, 2010; Buch, Kokta, and Piazzolo, 2003; Lane and Milesi-Ferretti, 2007; von Hagen and Siedschlag, 2008).

Au contraire, il existe une littérature abondante sur les déterminants des flux de capitaux dans les pays émergents qui va nous guider dans nos analyses. Un pan de cette littérature s'intéresse aux facteurs propres aux économies domestiques, ou facteurs "pull", tels que le taux d'intérêt réel, le taux de change réel, le régime de change, ainsi que la taille, l'ouverture et la fragilité du système financier. Les facteurs qui se transmettent des pays développés vers les pays émergents, tels que la croissance du PIB de l'économie dominante, les conditions de liquidité ou l'aversion au risque, sont des facteurs dits "push": ils sont récemment analysés dans Cerutti, Claessens, and Puy (2019). Enfin, le poids des facteurs globaux, tels que le cycle financier global (identifié par Rey (2013) et revisité par Cerutti, Claessens, and Rose (2018)) a pris de l'importance dans la littérature récente.

La motivation du deuxième chapitre est de comprendre les différents stades d'avancement des pays CESEE dans le processus d'adhésion à l'euro.

Un argument en faveur du statu quo vis-à-vis de l'adhésion à l'euro est que les pays CESEE ont largement eu recours à la politique monétaire comme mécanisme d'ajustement aux crises financières récentes. Concernant la crise financière globale de 2008, Gallego, Gardó, Martin, Molina, and Serena (2010) précisent que les réponses de politique monétaire ont été moins rapides que dans les pays de la zone Euro du fait d'une inflation plus prononcée, mais que les baisses des taux directeurs sont néanmoins intervenues à partir de la fin 2008. Ishi, Stone, and Yehoue (2009) recensent l'ensemble des politiques non conventionnelles utilisées par ces pays: il s'agit principalement d'injections de liquidités dans le système bancaire (baisse des réserves obligatoires, modifications des conditions de collatéral) et d'interventions sur le marché des changes (Hongrie, Pologne, Roumanie). Ces pays ont aussi eu recours, pour la première fois pour la plupart d'entre eux, à des politiques quantitatives d'achats d'actifs lors de la crise du Covid-19 (Magyar Nemzeti Bank, 2020). Enfin, certains pays comme la Hongrie ont utilisé très activement la politique monétaire dans leur gestion des prêts en devise étrangère, en allant jusqu'à modifier leurs instruments de référence (swaps de change).

Un argument en faveur de l'accélération du processus d'adhésion à l'euro est que l'autonomie monétaire des pays CESEE est théoriquement compromise par l'existence des dilemme (Rey, 2013), trilemme (Aizenman et al., 2008; Mundell, 1963; Obstfeld,

2015) voire quadrilemme (Aizenman, 2011) de politique monétaire. Le trilemme de la politique monétaire de Mundell-Fleming énonce la compatibilité de seulement deux objectifs sur trois entre la stabilité du taux de change, l'indépendance de la politique monétaire et la libre circulation des capitaux. Le dilemme de politique monétaire énoncé par Rey (2013) est que la politique monétaire ne peut être indépendante en l'absence de contrôle des capitaux ou, plus largement, de mesures macroprudentielles, quel que soit le régime de change, du fait de l'existence d'un cycle financier global. Que l'on considère le trilemme ou le dilemme de politique monétaire, les processus d'intégration financière et de convergence nominale avec l'UEM tels que décrits plus haut sont des facteurs théoriquement limitatifs de l'autonomie monétaire pour ces pays.

La littérature empirique ne donne pas de réponse claire sur la problématique que nous soulevons. L'autonomie monétaire des pays CESEE vis-à-vis de la zone Euro a fait l'objet d'études empiriques dans un cadre de long terme de transmission internationale des taux d'intérêt (entre autres Camarero, Ez, and Tamarit (2002); Holtemöller (2005)) et qui a alors pour corollaire la stationnarité du taux de change. Si l'utilisation de la PTINC comme modèle empirique univarié de long terme est justifiée (Chinn and Meredith, 2004), l'étude des propriétés des séries de taux de change des pays CESEE montre néanmoins que ces séries ne sont pas stationnaires. Par ailleurs, ces études ne modélisent pas le cadre de convergence nominale de ces pays avec la zone Euro.

La motivation du troisième chapitre est d'analyser l'impact de l'adhésion à l'Union Bancaire sur le mécanisme de partage du risque. En effet, ce point n'est pas débattu dans la littérature sur la participation anticipée des pays CESEE à l'Union Bancaire. Celle-ci s'est surtout concentrée sur les risques institutionnels existant pour les pays CESEE (Darvas and Wolff, 2013; Howarth and Quaglia, 2016; Hüttl and Schoenmaker, 2016) et non sur les bénéfices économiques de l'adhésion à l'Union Bancaire, particulièrement en termes d'ajustement et d'intégration. En l'absence d'un système de transfert budgétaire au niveau européen, le mécanisme de partage du risque est pourtant un mécanisme d'ajustement aux chocs domestiques par les marchés internationaux de capitaux et de crédit, potentiellement intéressant pour les pays CESEE très intégrés à l'Europe bancaire.

Celui-ci se fait par le lissage de la consommation et du revenu des ménages via les canaux budgétaires et financiers, qui compensent les pertes salariales liées au choc sur le produit. Le partage du risque s'opère via trois canaux principaux (Asdrubali, Sorensen, and Yosha, 1996): les revenus internationaux du capital liés à la détention de titres financiers non affectés par le choc idiosyncratique, les transferts budgétaires et l'ajustement du comportement d'épargne (et le recours à l'endettement rendu possible grâce au marché du crédit). Le partage du risque au sein de la zone Euro fait l'objet de recherches empiriques récentes (European Central Bank, 2018; Ioannou and Schäfer, 2017), qui cherchent à estimer le niveau effectif du partage du risque. Deux méthodolo-

gies principales permettent une telle estimation: la première consiste à décomposer la variance des chocs sur le produit en utilisant des identités de comptabilité nationale qui permettent l'identification des différents revenus (Dufrenot, Gossé, and Clerc, 2020; Poncela, Pericoli, and Manca, 2016; Sørensen and Yosha, 1998). La deuxième méthode consiste à estimer le niveau moyen de partage du risque (principalement le lissage de la consommation) puis les effets des différents canaux de l'intégration financière en utilisant des variables relatives aux mouvements effectifs de capitaux entre économies. (Cimadomo, Ciminelli, Furtuna, and Giuliadori, 2020; Kose, Prasad, and Terrones, 2009; Lewis, 1996).

Pour autant, l'impact de l'adhésion à l'Union Bancaire sur le partage du risque au niveau européen ne fait pas à notre connaissance l'objet d'étude empirique, alors même que celle-ci a théoriquement des effets directs et indirects sur le niveau et l'allocation du partage du risque. La revue de ces différents canaux de transmission, l'estimation des effets bilatéraux et unilatéraux de la participation à l'Union Bancaire ainsi que la comparaison avec un autre type de coopération multilatérale bancaire que sont les Initiatives de Vienne seront les principaux objectifs de notre troisième chapitre.

## 4 Questions de recherche et contributions

La question de recherche énoncée dans le premier chapitre est de caractériser l'intégration financière des pays CESEE en estimant les déterminants des créances transfrontières. Notre contribution à la littérature est triple: nous estimons un modèle bilatéral de gravité spécifiquement sur le stock de créances transfrontières détenues sur les pays CESEE. Nous estimons par ailleurs les déterminants bilatéraux, individuels (domestiques-pull et externes-push) et globaux de ces capitaux bancaires. Cela est rendu possible par l'utilisation de données bilatérales brutes et nous rattache ainsi à la littérature sur l'importance des capitaux bruts par rapport aux capitaux nets (Forbes and Warnock, 2012). Le modèle avec combinaisons d'effets fixes que nous utilisons permet enfin une estimation sans biais de l'effet institutionnel de l'adhésion à l'Union Européenne d'une part et de la proximité réglementaire entre pays d'autre part.

La question de recherche énoncée dans le deuxième chapitre est de tester et mesurer l'autonomie monétaire des pays CESEE vis-à-vis de la zone Euro, dans le cadre de la convergence nominale avec l'UEM. Nous faisons l'hypothèse que les autorités craignent la perte de deux instruments de politique monétaire, à savoir le taux directeur et les interventions sur le marché des changes. Notre contribution à la littérature est triple: nous utilisons un modèle empirique original sous la forme d'un modèle multivarié de long terme (modèle vectoriel à correction d'erreur - VECM) que nous estimons par pays. Ce modèle est robuste aux ruptures structurelles caractéristiques des séries macroéconomiques des pays CESEE, ce qui permet de mener une analyse de politique monétaire standard. Enfin, nous modélisons la convergence nominale dans l'UEM en



incluant des variables de politique monétaire de la zone Euro dans le système de cointégration qui inclut le taux de change nominal.

La question de recherche du troisième chapitre est d'identifier les effets bilatéraux et unilatéraux de l'Union Bancaire sur le partage du risque en zone Euro et avec les pays CESEE. Le corollaire est de savoir si les effets de transmission de l'Union Bancaire aux pays CESEE, s'ils existent, sont comparables à ceux des Initiatives de Vienne. Notre contribution à la littérature est triple: tout d'abord, nous utilisons des données financières bilatérales (bancaires, investissements de portefeuille) rendant possible cette identification. Nous mettons ensuite en oeuvre deux modélisations robustes aux corrélations inter-individuelles caractéristiques des panels macroéconomiques. Enfin, nous estimons les effets de l'Union Bancaire sur deux types de créances spécifiques aux pays CESEE, à savoir les créances transfrontières des Statistiques bancaires territoriales (LBS) de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et les créances étrangères des Statistiques bancaires consolidées (CBS) de la BRI (graphique 13).

## 5 Stratégies empiriques

Nos stratégies empiriques sont basées sur des modèles d'économie internationale et monétaires dont les fondements théoriques ou les méthodes d'estimation ont été récemment revisités. Elles s'appuient sur des approches économétriques robustes aux données macroéconomiques des pays CESEE caractérisées par des ruptures et souvent une non stationnarité d'une part; aux panels macroéconomiques qui présentent de la corrélation inter-individuelle, d'autre part.

La stratégie empirique du premier chapitre est ainsi basée sur un modèle de gravité multiplicatif adapté aux flux financiers qui s'apparente au modèle de gravité des flux commerciaux de [Anderson and van Wincoop \(2003\)](#) étendu par [Okawa and van Wincoop \(2012\)](#) et que nous estimons sur données de panel. Dans ce modèle, les échanges financiers sont proportionnels à la taille des économies et inversement proportionnels à un ensemble de frictions à l'échange. La variable dépendante est le niveau des créances bancaires transfrontières, tous secteurs, dans un pays de destination, déclaré par des banques étrangères d'un pays d'origine. Ces données bilatérales sont issues des Statistiques bancaires territoriales de la BRI: les pays d'origine ne se limitent pas à la zone Euro et incluent tous les pays déclarants. Nous estimons trois spécifications qui permettent d'identifier successivement, via des combinaisons d'effets fixes par pays ou par paire de pays, les déterminants bilatéraux invariants, variables puis les déterminants individuels variables de ces créances. L'estimateur du modèle est un estimateur non linéaire de type pseudo-vraisemblance d'une loi de Poisson ([Santos Silva and Tenreyro, 2006](#)), dont la spécificité est d'associer le même poids à chaque observation. Nos résultats sont en référence à deux périodes distinctes, en fonction de la disponibilité des données: l'une

avec une grande hétérogénéité temporelle (1990-2019), l'autre sur données plus récentes (1996-2019).

La stratégie empirique du deuxième chapitre se fonde sur la théorie de la cointégration, c'est-à-dire sur le fait que des variables économiques non stationnaires peuvent être dans une relation d'équilibre de long terme, vers lequel elles convergent grâce à une force de retour à la moyenne (à savoir le terme de correction d'erreur). Nous adoptons l'approche multivariée de [Johansen, Mosconi, and Nielsen \(2000\)](#), qui est une extension du modèle traditionnel de [Johansen \(1995\)](#) avec des ruptures déterministes à la fois dans le niveau et la tendance des variables, mais aussi dans l'espace de cointégration. Le choix des variables s'inspire du modèle vectoriel autorégressif (VAR) monétaire de [Peersman and Mojon \(2001\)](#) augmenté des taux directeur et d'inflation de la zone Euro et d'une tendance déterministe. Nous estimons quatre modèles vectoriels à correction d'erreur par pays, sur des périodes individuelles allant des années 1990 à la fin 2014: un modèle avec ruptures, un modèle sans rupture, un modèle avec ruptures qui inclut le taux d'inflation de la zone Euro, et un modèle de robustesse des résultats à la politique monétaire quantitative en zone Euro qui utilise le taux court shadow de [Krippner \(2015\)](#).

La stratégie empirique du troisième chapitre se base sur un modèle bilatéral de partage du risque (plus particulièrement de lissage de la consommation), où le partage du risque idiosyncratique se fait entre un pays d'origine et un pays de destination. Nous estimons ce modèle sur des données de panel non cylindrées, en identifiant les effets des différents canaux financiers (Union Bancaire, marchés de crédit et marchés de capitaux) du partage du risque via des termes d'interaction. Notre approche rejoint celles mises en oeuvre par [Lewis \(1996\)](#); [Kose et al. \(2009\)](#) que nous avons décrite en section 3 et plus récemment par [Cimadomo et al. \(2020\)](#) pour la dimension individuelle bilatérale.

Nous faisons le choix d'une double stratégie d'identification pour deux raisons. Tout d'abord, il existe des corrélations inter-individuelles dans les panels macroéconomiques qu'on peut corriger de deux façons et comparer. Nous utilisons donc successivement deux estimateurs: l'estimateur à effets fixes temporels et individuels (usuellement utilisé dans la littérature) avec correction des écarts-type de [Driscoll and Kraay \(1998\)](#), puis l'estimateur à effets communs corrélés de [Pesaran \(2006\)](#) qui permet de purger les effets globaux et ainsi d'identifier le risque idiosyncratique. En second lieu, le traitement de l'hétérogénéité individuelle inobservée par effets fixes peut capturer une proportion d'effets idiosyncratiques et ainsi rendre leur identification difficile. C'est en effet ce que nous observons dans la première étape de notre analyse, ce qui nous pousse à retenir l'identification par les facteurs communs.

Concernant la dimension individuelle du panel, nous menons des analyses sur deux groupes de pays. Tout d'abord, nous analysons le partage du risque au sein de 25 pays membres de l'Union Européenne soit les 19 pays de l'Union Bancaire et les 6 pays

CESEE qui n'appartiennent pas à l'Union Bancaire. Ceci nous permet d'identifier des effets bilatéraux et unilatéraux de la participation à l'Union Bancaire. Puis nous étudions le partage du risque entre les pays de l'Union Bancaire et les pays CESEE seulement, c'est-à-dire en excluant les pays de l'Union Bancaire des pays destinataires. Ceci nous permet d'identifier les effets directionnels de partage du risque entre l'Union Bancaire et les pays CESEE, selon qu'ils soient l'origine ou la destination de ces capitaux. Les pays CESEE n'étant pas des pays déclarants, nous utilisons dans le cas des données LBS les engagements des banques résidentes dans les pays CESEE comme les avoirs des banques dans les pays CESEE sur les pays de l'Union Bancaire, suivant de ce point de vue la démarche de [Brei and von Peter \(2018\)](#).

La dimension temporelle est un enjeu spécifique de notre modélisation pour deux raisons. D'une part, les données relatives à la période socialiste peuvent ne pas être fiables. D'autre part, les données bilatérales d'investissements de portefeuille sont disponibles annuellement à partir de 1998 seulement. Nous estimons donc notre modèle sur la période la plus longue (1979-2018), puis sur la période de libéralisation financière en excluant les données de l'époque socialiste (1990-2018); enfin, sur la période 2002-2018 qui permet l'identification des effets du canal des marchés de capitaux. Dans les trois cas, il nous faut privilégier un modèle parcimonieux pour avoir un degré suffisant de liberté et assurer la convergence de l'estimateur.

## 6 Résultats

Les différents chapitres de la thèse ont permis d'apporter un certain nombre de réponses sur les degrés et les déterminants des différents processus d'intégration financière, monétaire et bancaire à l'oeuvre dans les pays d'Europe Centrale et du Sud-Est, ainsi que sur les interactions existant entre intégration financière et mécanismes d'ajustement aux chocs.

Les stratégies empiriques ont été choisies pour permettre l'analyse sur longue période des pays CESEE, caractérisés depuis la fin des années 1990 par une transition vers l'économie de marché, puis une libéralisation financière et enfin une convergence nominale et réelle vers l'Union Economique et Monétaire. Nous avons traité la question de l'intégration financière et bancaire dans les chapitre 1 et 3 en utilisant des données de panel bilatérales, qui nous permettent tout d'abord de travailler sur les volumes bruts et effectifs de cette intégration; puis d'augmenter considérablement le nombre de données (et donc d'information) sur ces pays pour lesquels la dimension temporelle fiable est sinon de l'ordre de 30 ans. Les développements d'une économétrie des données de panel robuste aux effets communs inobservés propres aux panels macroéconomiques nous permettent d'estimer le modèle empirique de partage du risque idiosyncratique de façon robuste. Concernant le deuxième chapitre, l'utilisation d'une méthodologie de cointégra-

tion à ruptures structurelles nous a permis d'obtenir des résultats robustes aux ruptures endogènes dans les données.

Si l'on résume tout d'abord les principaux résultats du modèle de gravité bilatéral estimé dans le premier chapitre, les rôles significatifs joués par les variables de faible distance, d'histoire commune et d'appartenance à l'Union Européenne pointent tous vers l'importance des liens intra-européens comme facteurs de croissance des créances bancaires transfrontières sur la plus longue période d'estimation (1990-2019). Sur la période d'estimation plus courte (1996-2019), l'équation de gravité augmentée de variables relatives aux caractéristiques et à la santé des systèmes bancaires souligne la significativité et l'importance des conditions bancaires domestiques des pays d'origine (facteurs push), ce qui est un résultat en ligne avec le très haut niveau de détention des actifs bancaires par les groupes bancaires européens.

Concernant l'influence des facteurs domestiques des pays CESEE, les variables relatives à la concentration du système bancaire et du niveau de capital réglementaire sont significatives et des facteurs limitants des créances. Le rôle de la réglementation bancaire pourrait néanmoins être clarifié puisque l'indice bilatéral reflétant la distance réglementaire entre deux pays n'est pas significatif. L'impact négatif de la concentration bancaire sur les créances transfrontières supporte quant à lui l'existence d'un effet positif de l'intégration bancaire sur les systèmes bancaires des pays débiteurs décrit dans la littérature. Les résultats relatifs aux facteurs globaux montrent que la base monétaire américaine est la seule variable significative sur longue période. Ce facteur global de liquidité a un effet significatif et positif sur les créances bancaires transfrontières détenues sur les pays CESEE, ce qui va dans le sens de l'existence du canal de la prise de risque bancaire de [Bruno and Shin \(2015\)](#). Le facteur global relatif au cycle financier global estimé par [Miranda-Agrippino, Nenova, and Rey \(2020\)](#), qui capte l'aversion au risque, est quant à lui non significatif, tout comme le TED spread. Ces deux résultats tendent à montrer que l'inclusion de variables financières, avec une périodicité plus élevée que les variables bancaires et macrofinancières, ne permet probablement pas une bonne identification des effets globaux dans notre modélisation. Enfin, le régime de change est un facteur significatif et déterminant des créances transfontières, avec une forte fixité du régime de change associée positivement à ceux-ci. La stabilité des taux de change dans le cadre de la convergence avec l'UEM a potentiellement un coût en matière de vulnérabilités externes bancaires.

Les résultats de ce chapitre font ressortir d'une part, l'importance des facteurs environnementaux liés à l'intégration financière (globaux et push) et d'autre part, l'importance des liens européens comme déterminants des créances bancaires transfrontières des pays CESEE. Ils vont tous dans le sens d'un accroissement des créances bancaires transfrontières, qui sont un facteur de vulnérabilités financières. Du point de vue des recommandations de politique économique, il apparaît donc très important de promouvoir la

coopération internationale et en particulier la coopération européenne en matière bancaire. Néanmoins, l'orientation actuelle des politiques des pays CESEE en matière de stabilité financière est une utilisation massive de la politique macroprudentielle domestique.

Deux types d'extensions de l'analyse permettraient de préciser la nature des effets de l'adhésion à l'Union Européenne d'une part, et l'apport de la réglementation et des mesures macroprudentielles en matière de stabilisation des créances transfrontières d'autre part. Du point de vue de l'appartenance à l'Union Européenne, nous souhaiterions améliorer l'identification de l'effet de l'intégration commerciale (les variables de contrôle individuelles étant non significatives) et proposer une identification de l'effet réglementaire spécifique à l'Union Européenne. L'environnement réglementaire bancaire domestique joue potentiellement un rôle contracyclique qui pourrait être exploré dans un deuxième temps. Enfin, une troisième extension consisterait à estimer sur une période plus récente et avec une fréquence de données plus élevée les impacts des mesures macroprudentielles sur les créances bancaires transfrontières. La recherche actuelle s'intéresse par exemple à la construction d'indices reflétant l'intensité de la politique macroprudentielle pour la région CESEE ([Eller, Hauzenberger, Huber, Schubert, and Vashold, 2021](#)). L'évaluation de ces politiques en matière d'efficacité sur la stabilité financière permettrait d'apporter un éclairage supplémentaire au débat relatif à l'adhésion à la zone Euro pour les pays CESEE hors du Mécanisme de Change Européen II.

Si l'on résume désormais les principaux résultats du deuxième chapitre, il apparaît tout d'abord un résultat commun avec le premier chapitre, qui est l'importance du régime de change dans les effets d'interdépendance. Le degré estimé d'intégration monétaire (définie comme l'autonomie monétaire dans le cadre de la convergence nominale avec l'UEM) est en effet en lien avec le régime de change de facto des pays CESEE, à l'exception de la Croatie. Par contre, les relations d'interdépendance monétaire ne se limitent pas à une transmission du taux de change via la parité non couverte des taux d'intérêt. Plus précisément, pour les pays participant au Mécanisme de Change Européen II, nos résultats montrent qu'il existe une interdépendance monétaire entre la zone Euro et la Bulgarie, avec une transmission complète du taux d'intérêt étranger vers le taux d'intérêt domestique en cohérence avec son régime monétaire de caisse d'émission. Pour les pays hors du MCE II, la République Tchèque et la Roumanie entretiennent des interdépendances monétaires avec la zone Euro dans le cadre de règles de politique monétaires augmentées du taux de change et du taux d'intérêt de la zone Euro. On trouve enfin des effets de transmission monétaire en ligne avec l'hypothèse de dilemme monétaire (et donc l'influence potentielle d'un cycle financier global de façon similaire au chapitre 1) pour la Hongrie. Les effets d'interdépendance monétaire en lien avec le trilemme de politique monétaire, estimés individuellement pendant la période de politique monétaire conventionnelle, sont robustes à l'utilisation d'un taux d'intérêt

shadow pour la zone Euro (à l'exception de la République Tchèque), qui prend en compte les effets des mesures quantitatives de politique monétaire, qui impactent très fortement la liquidité du système monétaire en zone Euro.

Nos résultats confirment par ailleurs l'intérêt de deux aspects de la modélisation, à savoir la pertinence des ruptures structurelles d'une part, et du modèle multivarié qui rend compte des effets de convergence nominale avec l'UEM d'autre part. La modélisation à ruptures structurelles est adaptée aux pays d'Europe Centrale et à la Bulgarie, qui disposent d'une plus grande dimension temporelle. La prise en compte des ruptures structurelles change le nombre et la nature des relations de long terme: par exemple, on ne trouve pas de transmission du taux zone Euro en République Tchèque si l'on ne modélise pas ces ruptures. Cela est particulièrement vrai pour les dates de rupture relatives à l'histoire économique domestique. La modélisation de la convergence nominale avec l'UEM (en incluant le taux d'inflation de la zone Euro) permet elle de rendre compte d'un potentiel effet de transmission du taux d'inflation zone Euro vers la Bulgarie et la République Tchèque.

Du point de vue des recommandations de politique économique, on voit donc apparaître un coût potentiel de l'adhésion à la zone Euro plus important pour la Pologne, et moins important pour la République Tchèque et la Roumanie, du fait d'une perte d'autonomie monétaire liée à l'intégration monétaire européenne. Le cas de la Hongrie est un peu à part car ce pays serait moins autonome monétairement du fait d'un plus fort impact du cycle global financier. Une première extension possible du travail consiste à améliorer le modèle d'étude pour les pays euroisés: en effet, on ne trouve pas de réponse au degré de transmission des conditions de la politique monétaire de la zone Euro pour la Croatie. Un tel modèle pourrait être utile à d'autres pays candidats à l'Union Européenne euroisés unilatéralement tels que le Kosovo ou le Monténégro. Enfin, il serait intéressant dans un deuxième temps d'utiliser le même modèle de cointégration à ruptures structurelles sur la période 2006-2021, caractérisée par deux ruptures structurelles exogènes (la crise financière globale et la crise européenne des dettes souveraines), en prenant en compte les effets de liquidité des politiques monétaires des pays CESEE via l'estimation de taux shadow individuels (ainsi que si possible, les interventions des banques centrales sur les marchés de change).

Le troisième chapitre permet de contribuer au débat sur la participation anticipée à l'Union Bancaire relativement aux bénéfices potentiels liés au mécanisme de partage privé du risque. Nous obtenons trois séries de résultats selon que l'on considère la période d'estimation la plus longue (1978-2018), la période d'estimation centrée sur la libéralisation financière et excluant la période communiste pour les pays CESEE (1990-2018) et la période la plus récente incluant les développements relatifs aux investissements de portefeuille (2002-2018). Ces analyses convergent vers des conclusions que nous résumons ci-dessous.

Le niveau moyen de partage du risque est tout d'abord un phénomène croissant dans le temps, qu'on envisage le partage du risque au sein de l'UE-25 ou entre pays de l'UE membres de l'Union Bancaire et pays CESEE. Il s'accroît directionnellement des pays CESEE vers les pays de l'UE membres de l'Union Bancaire à partir de 2012. On observe par ailleurs que les effets additionnels des canaux financiers au partage du risque moyen sont variables dans le temps: il y a par exemple une contribution significative et positive du canal du marché de crédit si l'on considère les périodes d'estimation les plus longues. Sur la période d'estimation la plus récente, il devient non significatif et est relayé par la contribution significative et positive des investissements de portefeuille. De même, les effets bilatéraux de partage du risque sont sensibles à l'inclusion de nouveaux pays partenaires financiers, comme par exemple l'Autriche.

Si l'on considère tout d'abord les effets bilatéraux de l'appartenance à l'Union Bancaire sur le partage du risque, il apparaît que celui-ci est plus faible entre pays membres de l'Union Bancaire après 2012 qu'entre membres de l'UE-25. Ce résultat est robuste aux différentes périodes d'estimation, aux deux types de créances bancaires (avec un effet supplémentaire si l'on considère les créances bancaires étrangères CBS) ainsi qu'à l'inclusion de la variable de contrôle de la croissance des créances bancaires. Sur la période de libéralisation financière, l'intégration bancaire liée à l'Union Bancaire est positive et significative du point de vue du partage du risque entre pays membres de l'Union Bancaire, ce qui est un résultat intéressant qui va dans le sens d'un canal de l'intégration bancaire de l'Union Bancaire.

Si nous résumons les principaux résultats relatifs aux pays CESEE, il apparaît tout d'abord une différence d'impact entre créances bancaires transfrontières et créances consolidées sur le partage du risque idiosyncratique. L'intégration bancaire n'a pas significativement d'effet additionnel sur le risque moyen partagé vers les pays membres de l'UE quand on considère l'intégration transfrontière; elle est par contre significative et négative si l'on considère l'intégration bancaire consolidée, c'est-à-dire déterminée par la présence de banques étrangères dans les pays CESEE. Ce résultat est un élément de réponse supplémentaire concernant les effets positifs ou négatifs de l'intégration financière: la présence de banques étrangères amoindrirait l'efficacité du mécanisme de partage des risques. En termes de recommandation de politique économique, nous préconisons ainsi un contrôle spécifique des créances locales en devise locale.

Sur l'effet unilatéral de la non-adhésion à l'Union Bancaire sur le partage du risque entre pays CESEE et pays de l'UE membres de l'Union Bancaire, nous trouvons que cet effet est significatif mais son signe est variable selon les périodes d'estimation. Sur la période la plus récente incluant le développement des investissements de portefeuille, cet effet est négatif de 5 points mais il est plus faible que l'effet bilatéral entre pays membres de l'Union Bancaire de 20 points. Il existerait ainsi un effet de groupe significatif de 15 points de risque idiosyncratique supplémentaire partagé sur la période récente.

Si l'on cherche enfin à comparer les effets des Initiatives de Vienne à ceux de l'Union

Bancaire sur le niveau de partage des risques, il est notable que leurs effets sont mieux identifiés quand ils sont estimés sur créances consolidées. Il apparaît que les deux Initiatives de Vienne impactent principalement le niveau de partage du risque moyen entre pays CESEE et pays de l'UE membres de l'Union Bancaire (et non le niveau moyen partagé au sein de l'UE-25) et qu'ils sont significatifs dans les deux sens du partage du risque bilatéral. Le niveau de partage du risque entre participants à l'Initiative de Vienne 1 est ainsi inférieur de près de 10 points au niveau moyen, et de près de 20 points entre les participants à l'Initiative de Vienne 2. La différence d'impact entre les Initiatives de Vienne et l'Union Bancaire nous laisse penser qu'une initiative multilatérale est probablement insuffisamment identifiée dans une approche bilatérale.

Tout comme pour le chapitre 1, nous souhaiterions étendre notre analyse en précisant les effets de la participation bilatérale à l'Union Bancaire en utilisant une variable d'intensité de la participation à celle-ci. On pourrait adopter la même approche en précisant les effets d'appartenance à l'Union Européenne et à la zone Euro, en utilisant une variable reflétant les différentes dates d'adhésion.



## Références bibliographiques

- Aizenman, Joshua (2011), “The Impossible Trinity – from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma.” *University of California Working Papers*.
- Aizenman, Joshua, Menzie D. Chinn, and Hiro Ito (2008), “Assessing the Emerging Global Financial Architecture : Measuring the Trilemma’s Configurations over time.” *NBER Working Paper*, 14533.
- Allegret, Jean-Pierre (2012), “Responses of Monetary Authorities in Emerging Economies to International Financial Crises : What Do We Really Know?” *European Research Studies*, XV, 3–32.
- Anderson, James E. and Eric van Wincoop (2003), “Gravity with Gravitas : A Solution to the Border Puzzle.” *American Economic Review*, 93, 170–192.
- Arvai, Zsofia (2005), “Capital account liberalization, Capital flow patterns and policy responses in the EU’s New Member States.” *IMF Working Paper*, 213.
- Asdrubali, Pierfederico, Bent E Sorensen, and Oved Yosha (1996), “Channels of Interstate Risk Sharing : United States 1963-1990.” *The Quarterly Journal of Economics*, 111, 1081–1110.
- Bakker, Bas B and Anne-Marie Gulde (2010), “The Credit Boom in the EU New Member States : Bad Luck or Bad Policies?” *IMF Working Paper*, 130.
- Bouvatier, Vincent and Anne Laure Delatte (2015), “Waves of international banking integration : A tale of regional differences.” *European Economic Review*, 80, 354–373.
- Brana, Sophie and Delphine Lahet (2012), “Banques étrangères et stabilité du financement bancaire extérieur dans les PECO.” *Revue Economique*, 63, 867–884.
- Brei, Michael and Goetz von Peter (2018), “The distance effect in banking and trade.” *Journal of International Money and Finance*, 81, 116–137.
- Bruno, Valentina and Hyun Song Shin (2015), “Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy.” *Journal of Monetary Economics*, 71, 119–132.
- Buch, Claudia M., Robert M. Kokta, and Daniel Piazolo (2003), “Foreign direct investment in Europe : Is there redirection from the South to the East?” *Journal of Comparative Economics*, 31, 94–109.
- Camarero, Mariam, Javier Ordón Ez, and Cecilio R. Tamarit (2002), “Tests for interest rate convergence and structural breaks in the EMS : further analysis.” *Applied Financial Economics*, 12, 447–456.

- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens, and Damien Puy (2019), “Push factors and capital flows to emerging markets : why knowing your lender matters more than fundamentals.” *Journal of International Economics*, 119, 133–149.
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens, and Andrew K. Rose (2018), “How Important is the Global Financial Cycle ? Evidence from Capital Flows.”
- Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2006), “What matters for financial development ? Capital controls, institutions and interactions.” *Journal of Development Economics*, 81, 163–192.
- Chinn, Menzie D. and Guy Meredith (2004), “Monetary policy and long-horizon uncovered interest parity.” *IMF Staff Papers*, 51, 409–430.
- Cimadomo, Jacopo, Gabriele Ciminelli, Oana Furtuna, and Massimo Giuliadori (2020), “Private and public risk sharing in the euro area.” *European Economic Review*, 121.
- Darvas, Zsolt and Guntram B. Wolff (2013), “Should non-euro area countries join the single supervisory mechanism ?” *Bruegel Policy Contributions*, 141–163.
- David, Antonio and Carlos Eduardo Gonçalves (2019), “In Search of Lost Time : Examining the Duration of Sudden Stops in Capital Flows.” *IMF Working Paper*, 19.
- Driscoll, John C. and Aart C. Kraay (1998), “Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data.” *Review of Economics and Statistics*, 80, 549–559.
- Dufrénot, Gilles, Jean-Baptiste Gossé, and Caroline Clerc (2020), “Risk Sharing in Europe : New Empirical Evidence on the Capital Markets Channel.” *Banque de France Working Paper*, 781.
- Eichengreen, Barry and Poonam Gupta (2016), “Managing Sudden Stops.” *World Bank Policy Research Working Paper*, 7639.
- Eller, Markus, Niko Hauzenberger, Florian Huber, Helene Schuberth, and Lukas Vashold (2021), “The impact of macroprudential policies on capital flows in CESEE.” *European Systemic Risk Board Working Paper*, 118.
- Eller, Markus, Florian Huber, and Helene Schuberth (2016), “Understanding the drivers of capital flows into the CESEE countries.” In *Focus on European Economic Integration*, 79–104.
- Emer, Lorenz, Martin Schmitz, and Marcel Tirpák (2019), “Cross-border banking in the EU since the crisis : what is driving the great retrenchment ?” *Review of World Economics*, 155, 287–326.

- European Central Bank (2018), “Financial Integration in Europe.” Technical Report May.
- Forbes, Kristin J. and Francis E. Warnock (2012), “Capital flow waves : Surges, stops, flight, and retrenchment.” *Journal of International Economics*, 88, 235–251.
- Gallego, Sonsoles, Sándor Gardó, Reiner Martin, Luis Molina, and Jose María Serena (2010), “The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe (CESEE) and Latin America.” *Banco de Espana Documentos Ocasionales*, 1002.
- Ghosh, Atish R., Mahvash S. Qureshi, Jun Il Kim, and Juan Zaldueño (2014), “Surges.” *Journal of International Economics*, 92, 266–285.
- Herrmann, Sabine and Dubravko Mihaljek (2011), “The determinants of cross-border bank flows to emerging markets : New empirical evidence on the spread of financial crises.” *BOFIT Discussion Paper*, 3.
- Holtemöller, Oliver (2005), “Uncovered interest rate parity and analysis of monetary convergence of potential EMU accession countries.” *International Economics and Economic Policy*, 2, 33–63.
- Howarth, David and Lucia Quaglia (2016), “The Comparative Political Economy of Basel III in Europe.” *Policy and Society*, 35, 205–214.
- Hüttl, Pia and Dirk Schoenmaker (2016), “Should the ‘ Outs ’ Join the European Banking Union?” *Bruegel Policy Contribution*, 03.
- Ioannou, Demosthenes and David Schäfer (2017), “Risk sharing in EMU : key insights from a literature review.” *SUERF Policy Note*, 1–12.
- Ishi, Kotaro, Mark Stone, and Etienne B Yehoue (2009), “Unconventional Central Bank measures for Emerging economies.” *IMF Working Paper*, 226.
- Johansen, Søren (1995), *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*. Oxford University Press.
- Johansen, Søren, Rocco Mosconi, and Bent Nielsen (2000), “Cointegration analysis in the presence of structural breaks in the deterministic trend.” *Econometrics Journal*, 3, 216–249.
- Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones (2009), “Does financial globalization promote risk sharing?” *Journal of Development Economics*, 89, 258–270.
- Krippner, L. (2015), “A comment on Wu and Xia (2015), and the case for two-factor Shadow Short Rates.” *CAMA Working Paper*, 48.

- Laeven, Luc and F V Valencia (2008), “Systemic Banking Crises : A New Database.” *IMF Working Paper*, 224.
- Laeven, Luc and Faián Valencia (2018), “Systemic banking crises revisited.” *IMF Working Paper*, 206.
- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti (2007), “Capital flows to Central and Eastern Europe.” *Emerging Markets Review*, 8, 106–123.
- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti (2018), “The External Wealth of Nations Revisited : International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis.” *IMF Economic Review*, 66, 189–222.
- Lewis, Karen K. (1996), “What can explain the apparent lack of international consumption risk sharing?” *Journal of Political Economy*.
- Magyar Nemzeti Bank (2020), “Monetary Policy Instruments Of The Magyar Nemzeti Bank During The Covid 19 Crisis : Liquidity, Safety, Flexibility.”
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, Francesco Stobbe, and Natalia Tamirisa (2010), “Bilateral financial linkages and global Imbalances : a view on the eve of the Financial Crisis.” *IMF Working Paper*, 257.
- Miranda-Agrippino, Silvia, Tsvetelina Nenova, and Hélène Rey (2020), “Global Footprints of Monetary Policies.” *Center for Macroeconomics Discussion Papers*, 2004.
- Mundell, R A (1963), “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates.” *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, 475–485.
- Obstfeld, Maurice (2015), “Trilemmas and trade- offs : living with financial globalisation.” *BIS Working Papers*, 480.
- Okawa, Yohei and Eric van Wincoop (2012), “Gravity in International Finance.” *Journal of International Economics*, 87, 205–215.
- Peersman, Gert and Benoit Mojon (2001), “A Var Description Of The Effects Of Monetary Policy In The Individual New Countries Of The Euro Area.” *ECB Working Paper*, 92.
- Pesaran, M. Hashem (2006), “Estimation and inference in large heterogeneous panels with a multifactor error structure.” *Econometrica*, 74, 967–1012.
- Poncela, Pilar, Filippo Pericoli, and Anna Rita Manca (2016), “Risk sharing in Europe.” Technical report.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Thomas D Cabot (2008), “This time is different : a panoramic view of eight centuries financial crises.” *NBER Working Paper*, 13882.

Rey, Hélène (2013), “Dilemma not Trilemma : The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.” In *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole*.

Santos Silva, J. M.C. and Silvana Tenreyro (2006), “The log of gravity.” *The Review of Economics and Statistics*, 88, 641–658.

Sørensen, Bent E. and Oved Yosha (1998), “International risk sharing and European monetary unification.” *Journal of International Economics*, 45, 211–238.

von Hagen, Jürgen and Iulia Siedschlag (2008), “Managing capital flows : Experiences from Central and Eastern Europe.” *Asian Development Bank Discussion Paper*.

TABLE 1 – Crises financières : crises bancaires, de change, sudden stops

	Crises bancaires systé- miques <a href="#">Laeven and Valencia (2018)</a>	Crises bancaires systé- miques <a href="#">Reinhart et al. (2008)</a>	Crises de change <a href="#">Reinhart et al. (2008)</a>	Stops (1980-2019) <a href="#">Forbes and Warnock (2012)</a>	Sudden stops <a href="#">Eichengreen and Gupta (2016)</a>	Sudden stops <a href="#">David and Gonçalves (2019)</a>
Bulgarie	Janvier 1996	1994	1996	NA	NA	2008 q4 - 2010 q1 2015 q3- 2016 q1
Croatie	Mars 1998 - 1999	NA	NR	1998 q4-1999 q2 2004 q4-2005 q3 2010 q2-2011 q1 2015 q3-2016 q2	2011 q3 (2)	
Hongrie	1991-1995 Sept 2008 - 2012	1991 2008	NR	1996 q4-1997 q1 2002 q2-2002 q3 2009 q3-2009 q4 2009 q1-2010 q2 2017 q4-2018 q3	1996 q1 (2)	1996 q4- 1997 q2 2009 q1- 2010 q1
Rep Tchèque	Juin 1996 - 2000	NA	1997 m5	2003 q2-2004 q1  2006 q2-2006 q4 2008 q4-2009 q3 2018 q1-2018 q4	2008 q4 (2)	2003 q2- 2004 q1  2006 q2-2006 q3
Pologne	1992 - 1994	1991	NR	1996 q3-1997 q1 2001 q4-2002 q3/1 2008 q4-2009 q3 2017 q3-2017 q4	2008 q4 (2)	2008 q4-2009 q3 2011 q4-2012 q3
Roumanie	1998 - 1999	1990	1996	1999 q4-2000 q1 2008 q3-2009 q4(2010q1)	2008 q4 (2)	2008 q3-2009 q4