



# UE: de l'union monétaire à l'union financière

## Les ultimes obstacles à l'intégration financière européenne

Wim Fonteyne

EN SIGNANT le Traité de Rome de 1957, les pères fondateurs de l'Union européenne (UE) ont voulu créer un marché commun où les biens, les services, les personnes et les capitaux circuleraient librement. La dynamique d'intégration financière a réellement démarré dans les années 80, avec l'ouverture des comptes de capital et l'introduction de l'agrément bancaire unique. Toutefois, malgré l'achèvement officiel du marché unique à la fin de 1992, il subsistait des obstacles significatifs aux activités transfrontalières, notamment dans le domaine des services financiers. L'intégration financière a repris avec vigueur lors de l'introduction de l'euro en 1999, qui a supprimé les coûts liés au change et les risques inhérents aux opérations financières transfrontalières. Depuis, cependant, les progrès sont plus laborieux que prévu.

Les autorités européennes ont opté pour le pragmatisme : elles ont identifié et éliminé les barrières, laissant aux opérateurs du marché le soin de faire de l'intégration une réalité. Leur pragmatisme se justifie par la complexité des défis et le fait que les solutions radicales (la création d'un régime juridique, réglementaire et de contrôle unique, par exemple) sont considérées comme politiquement irréalisables. L'approche choisie a été payante puisque les obstacles strictement techniques ont été levés, avec à la clé des avantages non négligeables comme la baisse du coût du capital et une meilleure qualité de services pour les entreprises et les consommateurs. Néanmoins, les obstacles résiduels à l'intégration totale sont impressionnants, et une volonté politique forte sera nécessaire pour en venir à bout.

### Pourquoi vouloir l'intégration financière?

L'intégration financière permet aux investisseurs de diversifier leurs placements pour améliorer leurs rendements et diminuer leurs risques, et aux emprunteurs de bénéficier de financements moins chers et plus sûrs sur des marchés plus développés offrant une gamme plus complète d'instruments. Les consommateurs et les entreprises en tirent des avantages immédiats et, grâce aux interactions avec d'autres évolutions économiques (l'innovation technologique, par exemple), une accélération des gains de productivité et de la croissance économique peut aussi être escomptée. Cependant, ces effets dynamiques sont difficiles à isoler, modéliser et quantifier. La plupart des études sur les avantages de l'intégration financière se limitent donc aux effets statiques. Ainsi, London Economics (2002, 2005) estime que la

baisse des coûts de financement des entreprises permise par l'intégration des marchés boursiers, obligataires et bancaires doperait le PIB réel de l'UE de 1,1 % et l'emploi de 0,5 % (soit près de 1 million de nouveaux emplois) et que l'intégration accélérée des marchés hypothécaires européens pourrait produire une hausse nette de 0,9 % du PIB pendant les dix premières années. Selon Giannetti *et al.* (2002), qui ont tenté de quantifier les effets dynamiques, une intégration qui alignerait le niveau de développement financier de l'UE sur celui des États-Unis relèverait le taux de croissance de l'industrie manufacturière européenne de presque 1 point par an. Bien que tous les membres de l'Union soient susceptibles de profiter de l'intégration, les principaux gagnants seront les pays dont le système financier était jusque-là sous-développé, en particulier les nouveaux États membres.

Mais l'intégration financière n'a pas que des avantages : elle facilite également la transmission des chocs. Il est donc impératif d'instaurer aussi un cadre intégré garantissant efficacement la stabilité financière.

### La situation actuelle

Globalement, la création d'un marché unique pour les *services financiers de gros* — des marchés de capitaux aux services financiers aux grandes entreprises et au secteur public — a considérablement avancé. Désormais, les prestataires de services financiers, leurs gros clients et les investisseurs institutionnels opèrent essentiellement à l'échelle européenne, sinon mondiale. En Europe, les activités financières de gros se concentrent de plus en plus dans une poignée de places financières, Londres étant devenue la plus importante. Sur plusieurs marchés, l'intégration a entraîné une augmentation rapide de la qualité et de la quantité des services proposés. Les activités de banques d'affaires, par exemple, sont aujourd'hui presque complètement intégrées, très compétitives et extrêmement sophistiquées, notamment sous l'effet conjugué du savoir-faire et de la concurrence des établissements américains. Les marchés des obligations d'entreprises et d'État sont bien plus actifs et liquides depuis l'avènement de l'union monétaire, d'où des écarts de rendement exceptionnellement faibles entre les titres émis par les différents États. Au niveau mondial, les émissions d'obligations en euros ont atteint à peu près la même proportion que les émissions en dollars. Enfin, d'un marché d'actions à l'autre, les rendements sont de plus en plus corrélés, ce qui reflète l'augmentation des investissements de portefeuille transfrontaliers et le caractère de plus en

plus international des stratégies d'investissement, ainsi que les progrès de l'intégration économique réelle.

Cependant, même au niveau des services de gros, certains marchés sont moins intégrés que d'autres. Des différences sur le plan légal ont freiné l'intégration des marchés d'instruments adossés à des garanties (à des actifs, par exemple), tandis que la fragmentation persistante des systèmes de compensation et de règlement (qui assurent le paiement et le transfert de la propriété des titres après la négociation) gêne l'intégration des marchés des actions. Malgré plusieurs fusions de marchés boursiers, qui ont donné naissance à des entités transnationales comme Euronext et OMX (pays nordiques et baltes), et une coopération plus étroite (le marché de dérivés Eurex, par exemple, est une entreprise commune des Bourses allemande et suisse), les marchés nationaux restent prééminents et le négoce transfrontalier demeure plus coûteux et moins fréquent que les transactions internes.

Néanmoins, les *marchés financiers de détail*, qui offrent des services financiers à près de 460 millions d'Européens, demeurent fragmentés et à la traîne par rapport aux marchés de gros, même s'ils bénéficient de leur intégration. Parmi les évolutions positives, on citera en particulier l'expansion rapide des banques d'Europe de l'Ouest en Europe centrale et orientale et la formation, par des établissements de petits pays, d'importants conglomérats financiers internationaux. Le rythme de concentration du secteur bancaire semble aussi s'accélérer : plusieurs grosses fusions et acquisitions transfrontalières ont abouti récemment, ce qui rend le climat plus propice aux opérations de ce type. Toutefois, les barrières nationales aux activités bancaires transfrontalières cèdent plutôt lentement. Certains États membres continuent de favoriser des «champions nationaux», ou de réserver à l'État une part significative du capital des institutions financières. Les banques qui opèrent hors de leurs frontières sont encore obligées de déployer des moyens considérables pour adapter leurs produits aux spécificités nationales en matière de protection des consommateurs, de droit des contrats et de fiscalité. Cela les a contraintes à ouvrir des filiales à l'étranger plutôt que des agences, d'où une perte d'efficacité non négligeable.

## Les obstacles résiduels

Deux des principales conditions à réunir pour parachever l'intégration financière dans l'Union sont l'approfondissement des marchés de capitaux et l'instauration d'un régime prudentiel adapté à un marché intégré où les transactions financières sont d'une complexité croissante.

**Marchés de capitaux.** Le développement des marchés de capitaux aurait des retombées importantes pour l'intégration financière des autres marchés. Eu égard à la taille de leurs économies respectives, les marchés de capitaux de l'UE sont beaucoup moins vastes que leurs homologues américains et les bilans des banques bien plus importants (voir tableau). De ce fait, beaucoup considèrent que les systèmes financiers de l'UE et des États-Unis sont respectivement fondés sur les banques et sur les marchés. En réalité, la distinction n'est pas aussi nette. En dehors de la taille des bilans et, dans une moindre mesure, du nombre d'agences, les deux systèmes bancaires sont comparables. Les banques américaines ne prêtent pas moins que leurs homologues européennes, mais recourent davantage à la titrisation des prêts et les sortent donc de leurs bilans. En Europe, il y a donc un lien direct entre la taille plus importante des bilans des banques et le relatif sous-développement des marchés de capitaux.

Les banques de l'UE sont en outre moins rentables que les banques américaines. Des études du FMI (2005) montrent que ce n'est pas le résultat d'une concurrence plus vive, mais, plutôt, d'une moindre spécialisation dans les activités à forte valeur ajoutée. Alors que les banques américaines répercutent les risques normalisés sur les marchés par le biais de la titrisation et gèrent pour leur compte les risques non normalisés et donc plus rentables, les banques européennes font figurer l'essentiel de leurs actifs dans leurs comptes, notamment parce que les marchés de capitaux sont moins développés, incomplets ou fragmentés. La plupart des prêts hypothécaires américains, par exemple, sont titrisés (émission de titres adossés à des hypothèques) et placés sur un marché très liquide, attirant pour les investisseurs mondiaux. Dans l'UE, en revanche, les règles juridiques régissant la titrisation (et donc les marchés) des prêts hypothécaires sont spécifiques à chaque pays, quand elles existent. Ces restrictions freinent l'intégration des marchés bancaires de détail et, plus fondamentalement, des économies nationales.

En définitive, il semble possible d'améliorer encore substantiellement la symbiose entre les banques et les marchés de capitaux en développant ces derniers. Pour ce faire, des obstacles considérables devront toutefois être surmontés. Les principaux sont les différences concernant le traitement juridique et judiciaire des dispositifs de sûreté et la nécessité d'améliorer et de mieux intégrer les infrastructures des marchés financiers, notamment les systèmes de paiement et les systèmes de compensation et de règlement des titres.

**Contrôle prudentiel.** Parallèlement à l'intégration des marchés et des politiques économiques, les institutions financières tissent des liens transfrontaliers, prennent de l'ampleur, deviennent plus complexes et aussi plus sensibles aux chocs communs. D'après le FMI (2005), malgré les possibilités accrues de diversification, le profil de risque des grandes banques et sociétés d'assurances européennes ne s'est pas amélioré, ce qui semble indiquer que les effets bénéfiques de la diversification ont été annulés par une prise de risque plus importante. On a aussi observé une convergence des profils de risque à l'échelle

## Semblables, et pourtant différents

Les marchés financiers européens et américains ont de nombreuses caractéristiques en commun, mais les banques américaines ont beaucoup plus recours à la titrisation pour gérer les risques, ce qui fait qu'elles réalisent de plus gros bénéfices et que les marchés de capitaux sont plus profonds.

### Indicateurs structurels des systèmes bancaires de la zone euro et des EU, 2004

	Zone euro	EU
Nombre de banques, par million d'habitants	21	31
Nombre d'agences bancaires, par million d'habitants	540	279
Nombre d'employés de banque, par million d'habitants	6.997	7.138
Rendement de l'actif, pourcentage	0,42	1,28

### Indicateurs des marchés de la zone euro et des EU, en pourcentage du PIB, 2004

	Zone euro	EU
Capitalisation des marchés d'obligations	123	149
Capitalisation des marchés d'actions	53	147
Actifs bancaires	208	92
Prêts bancaires au secteur privé non financier <sup>1</sup>	92	118
Titres adossés à des actifs, encours	...	59
Titres adossés à des actifs, nouvelles émissions	4	...

Sources : Banque centrale européenne; Réserve fédérale des EU; Federal Deposit Insurance Corp. des EU; Forum européen sur la titrisation; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs des services du FMI.

Note : ... indique l'absence de données.

<sup>1</sup>Comprend les prêts bancaires titrisés.

européenne qui, au vu des éléments disponibles, serait due surtout à une plus forte exposition aux chocs financiers communs.

Ces évolutions amènent à s'interroger sur la manière de gérer les risques transfrontaliers qui menacent la stabilité financière sur un marché financier intégré. La logique commanderait de créer une instance de contrôle unique s'appuyant sur un réseau décentralisé chargé de surveiller les activités des grands établissements financiers sur le terrain et de superviser les institutions locales et régionales. Certains opérateurs du marché ont suggéré de réunir les autorités nationales existantes au sein d'une

## «Le plus urgent est sans doute d'intégrer les systèmes de paiement et les systèmes de compensation et de règlement.»

structure duale de ce type, en s'inspirant de ce qui avait été fait avec les banques centrales (regroupées avec la Banque centrale européenne au sein du Système européen de banques centrales). Cependant, les décideurs et les organismes de tutelle nationaux n'étaient pas disposés à transférer quelque autorité de contrôle que ce soit au niveau européen. Outre le souci de préserver les institutions existantes, leur réticence tient aussi à des interrogations plus fondamentales sur les prérogatives restant à l'État en matière de stabilité financière et d'organisation d'un système de prêteur en dernier ressort, l'assurance des dépôts et les obligations des contribuables dans un cadre supranational.

Le contrôle des institutions financières transfrontalières et la gestion des crises supposent une coopération et des échanges d'informations entre les organes nationaux. Le principe de base est que les pays d'origine contrôlent les agences de leurs banques à l'étranger et les groupes bancaires transfrontaliers, tandis que les pays d'accueil contrôlent les filiales des banques

### Mesures pour réussir un marché unique

En 1999, la Commission européenne a lancé le Plan d'action pour les services financiers (PASF), un programme législatif et réglementaire conçu pour supprimer les obstacles aux flux transfrontaliers de services financiers et comportant essentiellement des mesures relatives aux marchés d'actions et d'obligations, au cadre prudentiel et à l'infrastructure financière. En 2005, la phase d'élaboration d'une législation supranationale était pratiquement terminée, mais sa mise en application au niveau des États membres devrait prendre encore plusieurs années. Parallèlement au PASF, la «méthode Lamfalussy» a été conçue comme un cadre visant à assurer la convergence des pratiques de contrôle prudentiel et l'application cohérente de la législation découlant du PASF, et à éviter l'inflation réglementaire.

En 2005, la Commission a présenté dans un livre blanc ses objectifs dans le secteur financier pour 2005–10. Consciente du travail de transposition que va encore exiger le PASF, la Commission se concentrera sur l'application, le renforcement et l'amélioration de la législation existante. De nouvelles lois ne seront envisagées que pour quelques activités cruciales, comme les services financiers de détail.

étrangères. Par exemple, les activités d'une banque allemande à Londres sont contrôlées par le BaFin, l'organisme de surveillance allemand, si elles passent par une agence, et par l'autorité britannique chargée des services financiers si elles passent par une filiale. Dans les deux cas, le BaFin contrôle la prise de risque au niveau du groupe bancaire. La convergence des pratiques réglementaires et prudentielles fait partie des objectifs de la «méthode Lamfalussy» (voir encadré) et sera stimulée par l'adoption harmonisée, à l'échelle de l'UE, de l'accord Bâle II, l'accord-cadre sur l'adéquation des fonds propres approuvé en 2004 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

Ce fonctionnement décentralisé n'a pas encore fait ses preuves dans le cadre d'une crise financière réelle et pourrait être mis à mal par les tensions grandissantes entre des marchés en mutation rapide et le souci de préserver les institutions existantes. De plus, d'autres difficultés sont à prévoir : les intérêts des différentes autorités de contrôle ne coïncident pas toujours, le partage des responsabilités est parfois flou, et il n'existe aucun archivage centralisé des données relatives aux grands conglomérats financiers transfrontaliers. Pour gérer efficacement les risques sans freiner l'intégration, il faut un système prudentiel qui évolue au même rythme que le secteur financier qu'il contrôle. Par conséquent, les arguments qui plaident déjà en faveur d'une centralisation accrue du contrôle prudentiel au niveau de l'UE ne peuvent que gagner en pertinence au fil du temps. En attendant, il est crucial que toutes les autorités de tutelle et la BCE coopèrent plus étroitement et échangent plus d'informations, ce qui pourrait être facilité par la création d'une base de données paneuropéenne commune qui centraliserait les informations à jour sur les principaux groupes financiers.

### L'engagement politique sera essentiel

Pour parfaire l'intégration financière, il faudra régler certains problèmes fondamentaux, puis obtenir des engagements. Le plus urgent est d'intégrer les systèmes de paiement et les systèmes de compensation et de règlement. Des obstacles fiscaux et juridiques devront aussi être levés pour permettre une intégration complète des marchés de détail et une symbiose optimale entre marchés des capitaux et systèmes bancaires. Enfin, il faut continuer de débattre sur ce qui constitue le cadre de stabilité financière idéal pour un marché intégré à l'échelle de l'UE. Il ne s'agit pas de choisir entre un dispositif centralisé et un dispositif décentralisé, mais de fixer le degré de centralisation grâce auquel l'Europe disposera des meilleurs outils pour gérer les risques menaçant sa stabilité financière, sans freiner l'intégration. ■

*Wim Fonteyne est économiste principal au Département Europe du FMI.*

#### Bibliographie :

Commission européenne, 2005, «Livre blanc sur la politique des services financiers, 2005–2010» (Bruxelles).

Fonds monétaire international, 2005, Euro Area Policies—Selected Issues (Washington).

Giannetti, Mariassunta, Luigi Guiso, Tullio Jappelli, Mario Padula, and Marco Pagano, 2002, "Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth," Economic Paper No. 179 (Brussels: European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs).

London Economics, 2002, "Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets."

———, 2005, "The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets" (disponible à l'adresse [www.londecon.co.uk](http://www.londecon.co.uk)).