



Université Catholique de Lyon

Lyon, 10 octobre 2018

**Intervention de Denis Beau,
Premier sous-gouverneur**

« Enjeux et modalités du renforcement de l'intégration financière de la zone euro »

Introduction

- L'intégration du système financier à l'échelle de la zone euro est une priorité de longue date et il existe un large consensus pour admettre qu'il s'agit là d'une composante essentielle de la construction européenne. L'intégration financière est un vecteur de croissance, de résistance aux chocs et un soutien majeur au fonctionnement efficace de l'Union économique et monétaire.
- Toutefois, alors que la crise a mis en évidence le caractère inachevé de l'intégration financière de la Zone euro et la nécessité de réaliser une intégration plus équilibrée, plus profonde et plus solide, le débat sur les moyens de cette intégration s'est enrichi, et compliqué, de vues divergentes sur le lien entre partage et réduction des risques et leur séquençement, que ce soit dans le domaine bancaire ou dans celui des finances publiques des États membres.
- Dans ce contexte, pour présenter les enjeux de l'intégration financière en zone euro, je vais d'abord revenir sur les enseignements à tirer de la crise en matière d'intégration financière de la Zone euro. Je vous présenterai ensuite mon point de vue de banquier central et de superviseur du système bancaire sur les actions à mener pour renforcer cette intégration et je terminerai par quelques considérations sur le séquençement entre partage et réduction du risque au sein de la zone euro.

I - La crise a mis en évidence le caractère inachevé de l'intégration financière en zone euro

- **La crise financière internationale nous a enseigné qu'en dépit d'une convergence des prix des actifs financiers plutôt réussie, l'intégration financière européenne était fragile et réversible.** Pendant la décennie qui a séparé le lancement de l'euro de la crise économique et financière, les prix des actifs financiers libellés en euros ont fortement convergé, de pair avec une montée des flux d'investissements transfrontières. La Banque centrale européenne dispose d'un indicateur composite d'intégration financière fondé sur

les prix, qui prend en compte les quatre marchés : monétaire, obligataire, actions et bancaire. Celui-ci a atteint son niveau le plus élevé entre 2005 et 2007, avant de s'effondrer brutalement lors de l'éclatement de la grande crise financière.

- Il s'est en effet avéré que la convergence des prix n'était pas le fait d'une intégration financière profonde et durable. L'intégration était très avancée dans le secteur interbancaire, sur des dettes de court terme, mais plus faible sur les crédits aux particuliers et aux entreprises, ainsi que sur les investissements transfrontaliers en fonds propres. La convergence était donc bâtie sur des flux de court terme, susceptibles de se retourner rapidement comme on a pu l'observer lors de l'éclatement de la crise : un arrêt brusque, des flux entrants de capitaux, et la sortie massive de capitaux des pays périphériques. Il s'agissait donc d'une intégration fragile, qui a amplifié le choc de la crise, plutôt qu'il ne l'a absorbé. De ce fait, la solvabilité des gouvernements et des banques de certains pays s'est dégradée brusquement, entraînant un cercle vicieux lié au biais domestique, c'est-à-dire à la préférence des banques pour les obligations émises par le gouvernement de leur pays. En effet, un État s'endettant pour soutenir une banque en difficulté dégrade mécaniquement sa propre solvabilité, donc la valeur de ses obligations souveraines, affaiblissant ainsi le bilan de la banque qu'il cherche à soutenir et qui a, de son côté une forte exposition sur son État.
- **Malgré des progrès, la situation actuelle de la zone euro demeure insatisfaisante.** Les indicateurs composites de la BCE que j'évoquais plus tôt montrent aujourd'hui un redressement du niveau d'intégration financière, engagé notamment depuis la mi-2012, après le célèbre « *whatever it takes* » prononcé par Mario Draghi pour souligner la détermination de la BCE à prendre toutes les mesures nécessaires pour préserver la zone euro. Ce redressement concerne avant tout les indicateurs de convergence de prix, ceux portant sur les quantités n'ayant pas connu un rétablissement aussi marqué.
- Certains des signes d'une intégration financière incomplète demeurent encore aujourd'hui. Depuis la crise, l'allocation de l'épargne et de l'investissement demeure fortement orientée vers des marchés et supports domestiques : c'est particulièrement le cas des détentions

d'obligations souveraines et d'entreprises par les institutions financières. On observe cependant une montée progressive des détentions d'actions transfrontières (y compris en IDE), ce qui est un facteur susceptible de stabiliser l'intégration et d'améliorer la résilience¹ du système financier.

- Pour accroître cette tendance et promouvoir une intégration financière solide et durable, il ne faut pas se satisfaire d'une convergence des prix. Il est nécessaire de favoriser le développement de flux d'investissement transfrontières stables et diversifiés, issus des banques mais aussi par le biais des marchés de capitaux, notamment sous la forme d'actions ou d'obligations.

II - Le contexte actuel plaide pour une intégration plus équilibrée, plus profonde et plus solide

Les premiers pas en direction d'une intégration financière plus équilibrée, plus profonde et plus solide ont déjà été engagés depuis la crise. Il s'agit de l'Union bancaire, notamment créée pour briser le lien entre risque souverain et risque bancaire que j'évoquais précédemment, et de l'Union des marchés de capitaux, qui a vocation à stimuler l'économie de la zone euro par une plus grande efficacité de la mobilisation de l'épargne pour l'investissement tout en améliorant sa capacité à absorber les chocs asymétriques.

- **L'Union bancaire est fondée sur trois piliers** : une supervision unique des banques, par le biais du Mécanisme de supervision unique aujourd'hui opérationnel et adossé à la BCE ; un Mécanisme de résolution unique, lui aussi en fonction et en cours d'achèvement, dont le Conseil est situé à Bruxelles, et un système européen de garantie des dépôts, qui demeure aujourd'hui à l'état de projet **[DIAPO 2]**.
 - Aujourd'hui, la première des priorités est d'achever le pilier résolution qui est essentiel notamment pour prévenir la contagion des crises bancaires et assurer la continuité des fonctions critiques assurées par les banques. Il manque encore un filet de sécurité (ou *backstop*), permettant en dernier recours d'accroître la force de

¹ ECB (2018), [Financial integration in Europe](#) (cf graphiques 9, 10, 11 et 12)

frappe du Fonds de résolution unique européen. Celui-ci pourrait être fourni par le Mécanisme européen de stabilité (le dispositif créé en 2012 pour fournir une aide financière aux pays de la zone euro en difficulté). Ensuite, le pilier résolution pourrait être amélioré à travers un dispositif commun de fourniture de liquidités : il s'agit de s'assurer qu'une banque mise en résolution dispose, si nécessaire, d'un soutien en liquidité, en accord avec les règles de la politique monétaire.

- Le troisième pilier, la garantie européenne des dépôts, devra à terme compléter les systèmes nationaux couvrant tous les dépôts jusqu'à 100 000 euros. Ce pilier est important pour l'achèvement de l'Union bancaire et la résilience aux crises de la zone euro, mais aussi car il s'agit d'un progrès concret et concernant directement les citoyens de l'Union. Face aux réticences de certains États, il pourrait être envisagé dans un premier temps comme un système pragmatique de prêt de liquidité entre les dispositifs nationaux, assorti de mécanismes de garantie pour éviter toutes pertes pour les systèmes prêteurs.
- Cet achèvement d'Union bancaire en général peut créer un environnement favorable au développement de banques paneuropéennes, qui est une priorité pour mieux équilibrer les risques, réaliser des économies d'échelle, mieux allouer l'épargne vers les investissements productifs et améliorer la compétitivité des banques européennes au plan international. Il doit s'accompagner d'une intensification des efforts pour lever les obstacles réglementaires et prudentiels à la gestion consolidée et à la mobilité du capital et de la liquidité au sein des groupes transfrontières.
- L'autre initiative majeure au niveau européen pour renforcer l'intégration financière est le projet **d'Union des marchés de capitaux** qui a été lancé par la Commission européenne en 2015 et qui a vocation à renforcer l'investissement au sein de l'UE [DIAPO 3]. En plus de ce soutien à la croissance, cette initiative peut également favoriser une optimisation du partage du risque entre les pays et compenser le caractère pro-cyclique du financement bancaire. Il s'agit d'un agenda très technique, mais il n'y a, en principe, pas d'obstacle

politique majeur à sa mise en œuvre. À la Banque de France, nous défendons trois initiatives prioritaires qui sont susceptibles d'avoir un impact décisif :

- L'harmonisation des régimes de faillites et surtout de leur mise en oeuvre pour les entreprises. L'idée de cette Union est d'encourager les investissements transfrontières en fonds propres. Imaginons par exemple un investisseur finlandais voyant une opportunité d'investir dans une start-up lyonnaise : un régime de faillite français trop différent de ce qu'il connaît, ou tout simplement trop complexe, risquerait de décourager son investissement en ajoutant un coût d'entrée important en matière d'information, et des incertitudes notamment sur les procédures de restructuration. De ce fait, un rapprochement des régimes de faillite au sein de notre Union faciliterait ce type de démarches d'investissement, ce qui serait bénéfique tant pour l'investisseur finlandais, qui disposerait de plus d'opportunités, que pour la start-up lyonnaise, dont la levée de fonds serait facilitée.
- Le développement d'un produit d'épargne retraite pan-européen permettrait quant à lui de répondre à plusieurs problématiques. En premier lieu, celle d'individus qui travaillent, au cours de leur carrière, dans plusieurs États européens. Et ensuite, du point de vue de la diffusion des capitaux, elle fournirait une nouvelle source de financements disponibles sur le long terme pour soutenir la croissance des entreprises européennes. Il s'agit d'une solution appropriée pour cumuler, avec notre excédent d'épargne, efficacité des investissements et sécurité, en faisant le choix du long terme plutôt que de la liquidité.
- Enfin, tout en développant nos marchés de capitaux, nous devons nous assurer que ces marchés disposent d'une supervision unifiée. C'est pourquoi un renforcement des prérogatives de l'ESMA, l'autorité européenne des marchés financiers, est souhaitable.

III – Une intégration financière réussie pour sortir du débat stérile sur le séquençage entre partage et réduction du risque.

- Le clivage, déjà présent dans les débats préalables à l'achèvement de l'Union bancaire et à la mise en place de l'Union des marchés de capitaux, entre le partage des risques et leur réduction doit être dépassé. Il faut trouver une voie médiane entre l'Europe du Sud – prônant des règles flexibles et un partage des risques dès aujourd'hui – et l'Europe du Nord – réclamant d'abord une réduction des risques – et faire émerger des **partages d'opportunités**. En effet, la mobilisation du vaste excédent d'épargne de presque 400 milliards d'euros pour l'investissement en Zone euro au service d'une croissance plus innovante, plus durable et plus inclusive permettra d'améliorer le potentiel de croissance de l'économie européenne et, c'est l'essentiel, la vie de ses citoyens **[DIAPO 4]**.
- L'Union monétaire doit être complétée par une véritable Union de financement pour l'investissement et l'innovation, tournée vers de grands projets d'avenir qui rassembleraient tous les Européens (comme par exemple le développement de la finance verte et de la transition énergétique). De plus, ces flux intra-zones de capitaux privés viendraient tout naturellement réduire les chocs économiques asymétriques qui mettent en péril la convergence, voire la cohésion de la zone. Ils permettraient également, de revenir sur un chemin de convergence réelle, c'est-à-dire des niveaux de vie, un chemin quitté depuis la crise. Aux États-Unis, par exemple, où l'intégration financière est bien supérieure à celle de la zone euro, les marchés de capitaux sont capables d'amortir plus de 40% des chocs subis par un État fédéré **[DIAPO 5]**. En revanche, en zone euro, seulement 10% de l'impact des chocs macroéconomiques est lissé par le biais des revenus financiers transnationaux. L'ajustement s'opère par la baisse de la consommation des ménages, une chute brutale de la croissance et une dégradation des comptes publics.
- Ce partage privé des risques est complémentaire d'un partage public du risque. Pour renforcer notre capacité à amortir un choc économique asymétrique, des mécanismes

communautaires, européens, pourraient être créés. Il pourrait s'agir d'une des fonctions d'un budget de la zone euro.

- Pour la première fois, en juin dernier, les Français et les Allemands ont trouvé un terrain d'entente pour s'engager sur cette voie et chacun sait combien l'impulsion franco-allemande peut compter dans la construction d'un nouvel avenir européen. La déclaration de Meseberg, sur laquelle ce sont accordés les deux pays le 19 juin dernier, prend plusieurs engagements fondamentaux en faveur de progrès sur l'Union des marchés de capitaux et sur l'Union bancaire. En outre, il prévoit explicitement dès 2021 d'établir un budget de la zone euro pour, d'une part, promouvoir la compétitivité et la convergence à travers des investissements dans l'innovation et le capital humain et, de l'autre, rendre plus efficace la fonction de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire avec par exemple la création d'un Fonds européen de stabilisation de l'assurance chômage.
- Ces développements sont essentiels pour éviter que la politique monétaire ne soit l'unique instrument de gestion de crise pour contrer la prochaine récession.

Conclusion

- Historien et résistant né en ces terres lyonnaises, Marc Bloch nous enseigne dans son Apologie pour l'histoire que « **l'incompréhension du présent naît fatalement de l'ignorance du passé** » **[DIAPO 6]**. Ignorer ou méconnaître le passé de la zone euro pourrait nous amener à deux types d'erreurs :
 - Le souvenir de la crise pourrait nous laisser penser que l'intégration financière, fragile et réversible, ne nous a pas suffisamment protégé voire a amplifié certains mécanismes de crise. Le risque serait alors de renforcer dans ce domaine les frontières nationales ou de considérer que la finance est intrinsèquement mauvaise, alors qu'elle est inhérente à toute activité économique et que nous la pratiquons au quotidien sans forcément toujours nous en apercevoir. Nous nous priverions d'un outil efficace de stabilisation en cas de crise et de précieuses opportunités de soutien à l'innovation et à la croissance qui feront le monde de demain.

- A l'inverse, l'ignorance des leçons de la crise pourrait nous amener à nous satisfaire des signes actuels d'intégration financière retrouvée. Ce serait une erreur, car il nous reste encore des pas décisifs à réaliser pour doter la zone euro d'outils et de mécanismes à même de promouvoir une intégration plus profonde et plus équilibrée et surtout durable.

Nous bénéficions aujourd'hui d'un contexte de croissance robuste, le « trou d'air » du début de l'année 2018 étant désormais derrière nous, et d'un vaste surplus d'épargne. Le moment est donc idéal pour agir.