

## ÉTUDE DE DOSSIER

Adjoint de direction 2018-02

La crise de la zone euro intervenue entre 2011 et juillet 2012 a fait apparaître des failles dans l'architecture institutionnelle de la zone euro, et impulsé des mesures pour relancer l'intégration financière, notamment dans le domaine bancaire.

À partir des documents ci-joints, vous répondrez aux questions suivantes :

1. Comment peut-on définir et mesurer l'intégration financière ?
2. Caractériser les évolutions récentes de l'intégration des différents segments du système financier en zone euro. Pourquoi la Banque Centrale Européenne est-elle attentive à l'intégration financière dans la zone euro ?
3. Décrire les principales manifestations de la crise de la zone euro, en explicitant les mécanismes du lien entre risque souverain et risque bancaire.
4. Une union monétaire peut-elle fonctionner sans des secteurs bancaires et des marchés de capitaux intégrés ?

*Les questions sont indépendantes (il n'est pas nécessaire de les recopier) ; nous vous conseillons toutefois de les traiter dans l'ordre, d'être attentif à la qualité de l'argumentation et à la mobilisation du dossier.*

### LISTE DES DOCUMENTS JOINTS

1. **Compléter l'union économique et monétaire européenne**  
<http://ec.europa.eu> (extrait) – 2 pages
2. **Financial fragmentation. Too much of a good thing**  
[www.economist.com](http://www.economist.com) – 12/10/2013 – 4 pages
3. **Union bancaire : Irlande vs Nevada, une illustration de l'importance d'un système bancaire intégré** – D. Gros  
<https://voxeu.org> – 27/11/2012 – 3 pages
4. **Measuring financial integration in the Euro area**  
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) – ECB Occasional Paper series n°14, April 2004 (extraits) – 4 pages
5. **Financial integration in Europe**  
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) – ECB Report, April 2014 (extraits) – 12 pages
6. **Une union bancaire pour la zone euro** – G. Dell'Ariccia, R. Goyal, P. Koeva-Brooks, T. Tresselt  
<https://voxeu.org> – 05/04/2013 – 3 pages
7. **L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains** – V. Acharya, I. Drechsler et P. Schnabl  
[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr) - Revue de la Stabilité Financière de la Banque de France, Avril 2012 - 6 pages
8. **La fragmentation financière en zone euro**  
[www.afep.com](http://www.afep.com) – 28/11/2014 – 2 pages
9. **Achever l'intégration du marché des capitaux** – B. Cœuré  
[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr) – Revue de la Stabilité Financière de la Banque de France, Avril 2015 – 6 pages
10. **A consistent strategy for a sustained recovery** – M. Draghi  
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) – Discours à Sciences Po, 25/03/2014 – 3 pages
11. **Europe bancaire : l'Union fait-elle la force ?** – C. Antonin et V. Touzé  
[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr) – Note de l'OFCE n°46 (extraits) – 18/11/2014 – 8 pages
12. **Les Credit Default Swaps** – M. Verlainne  
[www.next-finance.net](http://www.next-finance.net) – Novembre 2007 – 2 pages

(...)

## Vers l'Union financière : un système financier intégré pour une économie intégrée

Les progrès vers une Union économique plus forte contribueront largement à améliorer le fonctionnement de l'UEM. Mais ces progrès doivent aller de pair avec l'achèvement de l'Union financière. En effet, l'Union économique et l'Union financière se complètent et se renforcent mutuellement. Les progrès sur ces deux fronts doivent être une priorité absolue lors de la première phase de la feuille de route menant à une véritable Union économique et monétaire.

Dans une Union monétaire, le système financier doit être véritablement unifié, sans quoi les impulsions données par les décisions de politique monétaire (par exemple les modifications des taux directeurs) ne seront pas transmises de manière uniforme dans tous ses États membres. Or c'est ce qui s'est passé pendant la crise, ce qui a aggravé les divergences économiques. En outre, un système bancaire unique est le pendant d'une monnaie unique. L'essentiel de la masse monétaire étant constitué de dépôts bancaires, une monnaie ne peut véritablement être unique que si la confiance dans la sécurité des dépôts bancaires est la même quel que soit l'État membre dans lequel une banque opère. Il faut donc une surveillance bancaire unique, un système unique de résolution des défaillances bancaires et un système unique de garantie des dépôts, y compris pour éviter les cercles vicieux de dégradation de la situation des banques et de la dette souveraine, qui ont été au cœur de la crise.

Dans le même temps, le système financier doit permettre de diversifier les risques entre les pays afin d'atténuer l'impact de chocs localisés et de réduire le montant du risque qui doit être mutualisé par des moyens budgétaires.

Toutes ces raisons rendent urgente la mise en place d'une Union financière. Avec l'instauration du mécanisme de surveillance unique, nous avons dans une large mesure atteint l'objectif de surveillance bancaire. Le mécanisme de résolution unique a également été approuvé, mais il n'a pas encore été pleinement mis en œuvre. Pour finaliser l'Union financière, nous devons lancer un système commun de garantie des dépôts et l'Union des marchés de capitaux. Compte tenu de leur urgence, ces mesures devraient toutes être mises en œuvre lors de la phase 1.

### 3.1. Finaliser l'Union bancaire

L'achèvement de l'Union bancaire nécessite en premier lieu la transposition complète en droit national, par tous les États membres, de la directive relative au redressement des banques et la résolution de leurs défaillances. Cette transposition est indispensable pour que le secteur privé assume sa part des risques. En effet, l'Union bancaire est un moyen de mieux protéger

le contribuable du coût du sauvetage des banques.

Deuxièmement, nous avons besoin d'un accord rapide sur un mécanisme de financement-relais — un moyen de garantir que des ressources suffisantes seront disponibles s'il est nécessaire d'assurer la résolution d'une banque à un moment où le Fonds de résolution unique n'est pas assez provisionné — en sachant que ce Fonds ne commencerait à devenir opérationnel qu'à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016<sup>2</sup>.

Troisièmement, il est prioritaire de mettre en place un dispositif de soutien (*backstop*) commun crédible pour le Fonds de résolution unique et de progresser vers l'égalité de traitement des banques dans tous les États membres au cours de la période de transition menant à la création du Fonds de résolution unique. Un tel dispositif de soutien doit donc être mis en œuvre rapidement. Il pourrait prendre la forme d'une ligne de crédit mise à disposition du Fonds de résolution unique par le mécanisme européen de stabilité (MES). Le dispositif de soutien devrait être neutre d'un point de vue budgétaire à moyen terme, toute aide publique devant être compensée par des prélèvements *ex post* sur le secteur financier.

Nous proposons également la mise en place d'un système européen de garantie des dépôts — le troisième pilier d'une Union bancaire à part entière, les deux autres étant la surveillance et la résolution bancaires. Dans la configuration actuelle, les systèmes nationaux de garantie des dépôts restent vulnérables aux chocs locaux de grande ampleur (en particulier lorsque la dette souveraine et le secteur bancaire national sont perçus comme étant fragiles), un système commun de garantie des dépôts permettrait d'accroître la résilience aux crises futures. D'un point de vue budgétaire, un tel système devrait également être plus neutre, à terme, que les systèmes nationaux de garantie des dépôts, parce qu'il répartirait plus largement les risques et que les contributions privées proviendraient d'un nombre beaucoup plus grand d'établissements financiers. La mise en place d'un système européen de garantie des dépôts pleinement opérationnel prendra du temps, mais il faudrait néanmoins, dès la phase 1, prendre des mesures concrètes en ce sens en utilisant les possibilités offertes par le cadre juridique actuel. Une option possible serait d'établir ce système en tant que dispositif de réassurance européen pour les systèmes nationaux de garantie des dépôts. À l'instar du Fonds de résolution unique, le système européen de garantie des dépôts serait financé par le secteur privé au moyen de redevances déterminées sur la base d'une analyse des risques et versées *ex ante* par l'ensemble des banques participantes des États membres, et il serait conçu de manière à prévenir l'aléa moral. Son champ d'application devrait coïncider avec celui du mécanisme de surveillance unique.

<sup>2</sup> Conformément à la [déclaration du Conseil ECOFIN](#) du 18 décembre 2013.

L'efficacité de l'instrument de recapitalisation directe des banques par le mécanisme européen de stabilité devra être analysée le moment venu, notamment eu égard à ses critères d'éligibilité restrictifs actuels, dans le respect des règles convenues en matière de renflouement. Un mécanisme plus accessible de recapitalisation directe des banques renforcerait la confiance des déposants en limitant l'implication de l'État dont la dette souveraine est en difficulté dans la gouvernance des banques restructurées, et romprait ainsi le lien entre banques et dette souveraine au niveau national.

Toutes les banques participant à l'Union bancaire doivent bénéficier d'une égalité de traitement. Il faudra pour cela des mesures supplémentaires, allant au-delà du «règlement uniforme» (*single rule book*), afin de limiter une marge d'appréciation nationale qui reste conséquente et qui a des incidences importantes, notamment en ce qui concerne la qualité et la composition du capital des banques. Une grande partie de ces divergences pourraient être traitées dans le cadre du mécanisme de surveillance unique. Mais pour certaines questions, des changements législatifs seront nécessaires, en particulier pour celles liées à la diversité des cadres juridiques et institutionnels. De la même manière, la récente révision de la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts a abouti à une plus grande harmonisation, en particulier en ce qui concerne le préfinancement des systèmes nationaux, mais elle laisse encore une certaine latitude aux autorités nationales, qui devrait être réexaminée.

Dans le même temps, l'Union doit continuer à accorder une attention particulière aux nouveaux risques susceptibles de naître dans le secteur bancaire, y compris ceux liés au secteur bancaire parallèle. Les structures existantes doivent être en mesure de déceler les risques pour le secteur financier dans son ensemble. À cette fin, il y a lieu d'envisager de renforcer nos institutions macroprudentielles, en s'appuyant sur le rôle et les compétences du Comité européen du risque systémique (CERS), tout en optimisant ses synergies avec la BCE. Enfin, à moyen terme, il pourrait être judicieux de revoir le traitement des expositions des banques à la dette souveraine, par exemple en prévoyant des limites d'exposition aux grands risques. Cela pourrait contribuer à rendre les enjeux de stabilité financière encore plus indépendants de la situation des finances publiques nationales. Toutefois, des modifications d'une telle ampleur du cadre actuel ne devraient être envisagées que dans le cadre d'un effort coordonné au niveau mondial.

## 3.2. Lancer l'Union des marchés de capitaux

Parallèlement à l'Union bancaire, le lancement de l'Union des marchés des capitaux doit être considéré comme une priorité<sup>3</sup>. Elle concerne l'ensemble des 28 États membres de l'Union, mais plus particulièrement la zone euro. Elle assurera une diversification de sources de financement afin que les entreprises, y compris les PME, puissent accéder aux marchés de capitaux et à d'autres sources de financement non bancaires, en plus du crédit bancaire. Dans le même temps, une Union des marchés des capitaux permettra un meilleur partage des risques au-delà des frontières par une plus grande intégration des marchés d'obligations et d'actions, ces derniers jouant un rôle essentiel pour atténuer les chocs. Des marchés des capitaux véritablement intégrés offriront également une protection contre les chocs systémiques dans le secteur financier et renforceront le partage des risques dans le secteur privé entre pays<sup>4</sup>, ce qui réduirait la proportion de partage des risques qui doit être assurée au moyen de finances publiques. Toutefois, comme l'intégration plus étroite des marchés de capitaux et la suppression progressive des barrières nationales restantes sont susceptibles d'induire de nouveaux risques pour la stabilité financière, il faudra compléter et renforcer les outils existants pour assurer la gestion prudentielle des risques systémiques liés aux acteurs financiers («boîte à outils macroprudentielle») et renforcer le cadre de surveillance pour garantir la solidité de tous les acteurs du secteur. À terme, cela devrait aboutir à la mise en place d'une autorité européenne unique de contrôle des marchés de capitaux.

Dans ce contexte, il est important que la réglementation incite à la mutualisation et au partage des risques et fasse en sorte que tous les établissements financiers disposent de structures adéquates de gestion des risques et maintiennent leur solidité prudentielle. La fiscalité peut également jouer un rôle important en assurant un traitement neutre pour des activités et des investissements différents mais comparables d'un pays à l'autre. Une véritable Union des marchés des capitaux nécessite également d'autres améliorations, dont certaines ne peuvent être obtenues que par le biais de la législation, telles que: une simplification des exigences en matière de prospectus; une revitalisation du marché européen des titrisations de grande qualité; une plus grande harmonisation des pratiques comptables et d'audit; et la suppression des principaux goulets d'étranglement qui empêchent l'intégration des marchés de capitaux, dans des domaines tels que le droit des faillites, le droit des entreprises, les droits de propriété et le caractère exécutoire des créances transfrontières.

<sup>3</sup> Voir le livre vert intitulé **Construire une Union des marchés de capitaux**, Commission européenne, 18 février 2015.

<sup>4</sup> L'augmentation des flux d'investissements tières devrait en principe conduire à un plus grand partage des risques par le secteur privé, et ce pour deux raisons: 1) la détention d'un portefeuille d'actifs financiers plus diversifiés géographiquement, y compris des obligations et actions d'entreprises, offre des rendements moins volatils et moins corrélés aux revenus nationaux (partage des risques par le biais des marchés de capitaux); 2) lorsqu'un pays est frappé par un choc économique, les flux transfrontières devraient permettre à ses ressortissants de prêter ou d'emprunter pour compenser le choc (partage des risques par le biais des marchés de crédit).

## Financial fragmentation

# Too much of a good thing

### Since 2008 global financial integration has gone into reverse

IN 2005 ITALY'S UniCredit bought HVB, Germany's second-largest lender, in what at the time was the continent's biggest cross-border bank merger. At a stroke this gave UniCredit a commanding presence in Germany, Austria and Poland. It was widely hailed as a foretaste of deals to come thanks to Europe's single currency. "We will become the first truly European bank," declared Alessandro Profumo, Unicredit's chief at the time. So it was something of a shock when in 2011 Germany's bank regulator, BaFin, sought to limit the amount of cash UniCredit could transfer to its Italian parent, fearing that the German unit's financial health might be compromised. This seemed to violate the spirit of free capital movement within Europe, and officials in Brussels complained.

Finance, the sector that globalised the most in the years leading up to the crisis, is threatening to go into reverse. Between 1990 and 2007 cross-border bank flows increased about tenfold, to around \$5 trillion, according to the McKinsey Global Institute, the consultancy's research arm. Last year the figure was less than a third of that. The decline extended across all regions, though Europe suffered most.

This has happened for two reasons. The first is the banks' own efforts to deleverage, either to shed money-losing operations and assets or to meet stiffer capital requirements. The second is the realisation that cross-border banks were an important channel for transmitting the mortgage crisis in America and the sovereign-debt crisis in peripheral Europe to other countries. To limit such spillovers and save taxpayers having to bail banks out of their foreign misadventures, regulators around the world are seeking to ring-fence their banking systems.

### The case for integration

Before the crisis, the logic of financial globalisation seemed impeccable. Businesses were increasingly operating across borders and needed banks that could travel with them. America and Britain, which excelled at finance, were anxious to market their expertise abroad. A more integrated global economy also needed a financial system to funnel capital from countries with a surplus of savings to those with a surplus of investment opportunities. Banks had long played that role within countries, taking in deposits in one market and deploying them in another. It made sense to do the same thing across borders.

Recipients of such flows benefited in other ways, too. More efficient foreign banks could force local ones to raise their game. That was why China, for example, listed its state-owned banks on stock exchanges and permitted foreigners to hold minority stakes. In short order Goldman Sachs, Bank of America, UBS and Royal Bank of Scotland took up the offer, though some of them have since sold stakes.

In Europe the logic was especially powerful. The benefits of a single currency strongly suggested that there should be a single banking market as well, so that the interest rates which businesses and households paid were determined by the European Central Bank (ECB), not the relative health of their local banks.

Financial globalisation did just what it was meant to, perhaps a little too well. Cross-border bank flows expanded enormously between 2000 and 2007, with 80% of the increase coming from Europe, according to McKinsey. Those flows enabled debtor countries such as America, Spain and Greece to finance housing booms and government deficits without paying punitive interest rates. But a large part of those flows reflected banks' own leverage as they both borrowed and lent heavily abroad.

Tellingly, the event that touched off the crisis in the summer of 2007 was an announcement by France's BNP Paribas that it was suspending redemptions to an investment fund heavily invested in American mortgage securities. Eventually a number of banks across Europe needed government bailouts because of losses sustained on mortgages in America and elsewhere.

The cost of bailing domestic banks out of foreign misadventures exposed one risk of financial globalisation; the losses sustained by domestic creditors and savers when foreign banks went bust showed up another. In 2008, when Landsbanki, an Icelandic bank, went bust, British and Dutch depositors had to be bailed out by their own governments because Iceland would guarantee only Icelandic deposits. Sir Mervyn King, the former governor of the Bank of England, famously commented that "global banks are international in life but national in death."

Regulators around the world, working through the Financial Stability Board, an international committee of central bankers, regulators and finance ministers, have since tried to reduce the threat of a big bank collapse and the need for a bailout, but many of these efforts have undermined banks' incentive and ability to do business across borders. For example, domestic regulators used to allow foreign banks to rely on the capital, liquidity and regulatory oversight of the foreign parent. Now many of them are pressing units of foreign banks, and foreign units of domestic banks, to maintain sufficient liquidity and capital independent of the parent, sometimes by organising themselves as subsidiaries rather than branches.

In America the Federal Reserve will soon require foreign banks above a certain size to collect all their local units into a single, separately capitalised holding company that meets the same capital and liquidity requirements as American banks do. Until now the Fed has relied on foreign regulators to ensure that the parent bank can support its units in America. The proposal has prompted a flurry of opposition.

Nor is it just banks that have to abide by tighter rules. America's Commodity Futures Trading Commission (CFTC) has ruled that anyone trading swaps with an American bank's foreign unit must generally go through a central clearing house. Gary Gensler, the CFTC's chairman, rattles off a litany of financial disasters involving offshore affiliates: AIG had run its derivatives out of London; Lehman's London affiliate had 130,000 outstanding swaps contracts, many guaranteed by its American parent; Citigroup had set up many off-balance-sheet vehicles in the Cayman Islands; and JPMorgan Chase earlier this year suffered huge losses on trades in London. "Risk...comes crashing back to our shores from overseas when a run starts in any part of a modern, global financial institution," says Mr Gensler.

The CFTC has agreed to exempt foreign swaps customers that operate under similar rules abroad, and the Fed has yet to issue its final foreign banking rule. But for the most part American regulators, like their counterparts overseas, have stuck to their guns. "We will not let the pursuit of international consistency force us to lower our standards," said Jack Lew, the

Treasury Secretary, in July.

Even when regulatory initiatives are not explicitly discriminatory, they make cross-border banking harder. Benoît Coeuré, a member of the ECB's governing board, notes that Basel 3, a set of new international capital and liquidity standards for banks, is being implemented differently across countries: capital is measured differently under American and international accounting rules, and even within Europe, Britain, France and Germany have proposed different bank holding-company structures. "If you have an idiosyncratic local legal environment, then market participants will find it safer just to play on their home turf because of the legal uncertainty that goes with international activities, and we'll lose the benefit of international financial integration," he says.

Such changes have undermined the case for global banks. Huw van Steenis at Morgan Stanley comments that "if I'm a German bank, one of my edges is I have really cheap funding in Germany because I have more deposits than loans. If that advantage goes away, one of their unique selling points goes, too." Morgan Stanley estimates that banks' cross-border claims within the euro zone have fallen from nearly \$4 trillion in mid-2008 to about half that amount now.

And regulation is only one factor at work. Another is the need to deleverage in order to shore up capital and meet higher capital requirements. Again, this is most apparent in Europe, where banks have been shedding loans and bonds in troubled peripheral economies. Non-residents have gone from holding 43% of Spain's and Italy's sovereign debt in 2010 to 35% now. American money-market funds have cut their exposure in Europe by 60% since 2010.

In some countries regulators have quietly pressed banks to increase domestic lending to boost their economies, at the expense of foreign operations. In others they have been more explicit. Britain's Funding for Lending scheme, launched in 2012, offers banks cheap central-bank financing for increasing lending to British households. America's Volcker rule would exempt that country's debt, but not that of other sovereigns, from restrictions on banks' proprietary trading.

In retrospect, much of the rise in cross-border lending was foolish. It made both European and American banks more vulnerable to a sudden drop in asset prices and increased the risk of a credit crunch. McKinsey's work shows that cross-border bank lending is far more volatile than other capital flows such as bonds, equities and direct investment. Research by the Bank of England shows that over the past decade lending by foreign banks was far more cyclical than by domestic banks.

Less financial globalisation should also reduce the risk that contagion from one country's banking problems will cause economic damage elsewhere. That is the lesson of the Asian banking crisis of 1997-98. In many countries loans in 1997 exceeded deposits by 20%, says Mr van Steenis, with the gap made up by wholesale funding, often from abroad. When that funding disappeared, many banks teetered on the verge of collapse, prompting the authorities in the countries concerned to put a cap on the use of such funding. This had the positive effect that Asian banks suffered very little contagion from either the American mortgage crisis or the European sovereign-debt crisis.

## The penalties of self-reliance

But reduced cross-border links come at a price. If a country suffers a domestic shock, it will have to bear more of the consequences itself. Although regulators fret over shocks to a bank's foreign parent or withdrawal of that parent's support, Peter Sands, the boss of Standard Chartered, a British bank, observes that "there are lots of examples of shocks in the market when the support of the parent is needed." International banks provided vital funding to South Korea during its crisis in 1997 and to Dubai in 2009 when a state-owned developer almost defaulted. "International flows of funds in the banking system can be a source of contagion but also of resilience," says Mr Sands.

Financial fragmentation also challenges one of the great promises of globalisation: that savings-poor countries will be able to find the wherewithal to finance essential investment by borrowing abroad. In theory, if capital is free to seek the highest potential return, domestic saving and investment should not be correlated. In 1980 Martin Feldstein and Charles Horioka documented that in fact they are, suggesting that national borders were impeding the free flow of capital. Over the years that correlation diminished, particularly within Europe, but Mr Coeuré points out that it has now returned.

The result is starkest in Europe, where Spanish and Italian businesses are obliged to pay 80-160 basis points more than German ones to borrow. This is because of the higher rates on sovereign debt in those countries and fewer deposits from healthier countries. A more balkanised financial market makes it less likely that German savers will finance dodgy Spanish loans. But it also makes it more likely that they will finance low-yielding German loans, sending high-yielding Spanish businesses away empty-handed.

In addition, financial fragmentation means less competition for often cosseted domestic banks from nimbler foreign rivals. Studies of foreign banks entering Australia, Indonesia, the Philippines and Colombia found that they reduced interest-rate spreads and made domestic banks more efficient (although sometimes also more likely to make bad loans).

The best way to maintain financial globalisation without fear of shoddy regulation spilling over from one country to another would be increased co-operation among regulators. This is beginning to happen at the Financial Stability Board, which is trying to ensure uniform implementation of new capital and liquidity standards across most countries and has been pushing for a European banking union.

Unfortunately this process has exposed divisions. America's biggest banks, for instance, will have to maintain a higher leverage ratio (a type of capital requirement) than stipulated by Basel 3. And although a single European supervisor will replace national regulators for the euro zone's biggest banks next year, prospects for a common deposit insurance and resolution regime remain uncertain, for much the same reason that has made the entire crisis so intractable: creditor nations such as Germany, Finland and the Netherlands are deeply reluctant to make their taxpayers foot the bill for bank failures in debtor countries.

It seems unlikely, then, that banks will return to the highly globalised state of 2007 soon. But if cross-border lending remains subdued, that will put added pressure on capital markets to make up the difference—and they, too, are feeling the pinch.

## Union bancaire : Irlande vs Nevada, une illustration de l'importance d'un système bancaire intégré

*Un système bancaire intégré a sauvé le Nevada après le boom immobilier local. Sans système bancaire intégré, il n'en a pas été de même en Irlande. Cette colonne soutient que la comparaison de l'Irlande et du Nevada montre que l'union bancaire est beaucoup plus importante pour l'Europe que les propositions actuelles d'union fiscale. Et, en l'absence d'une union bancaire adéquate qui couvre les pertes, il semble de plus en plus probable que l'Europe sera repoussée vers des marchés financiers segmentés à l'échelle nationale.*

La crise de la zone euro a montré comment un souverain insolvable peut détruire un système bancaire national -la Grèce- mais aussi comment un système bancaire insolvable peut presque couler le souverain -l'Irlande et l'Espagne (Wyplosz 2012)-.

### Des cycles immobiliers locaux

Les cycles locaux d'expansion et de récession de l'immobilier sont un phénomène récurrent. Les États-Unis ont eu leur part, et leur expérience fournit une leçon utile pour l'Europe. Les booms réels de la dernière décennie ont été très localisés des deux côtés de l'Atlantique. Dans la zone euro, la construction excessive de maisons à grande échelle n'a réellement eu lieu qu'en Espagne et en Irlande. De même, aux États-Unis, une poignée d'États représentaient une très grande part des pertes ultérieures sur les prêts hypothécaires. L'un de ces États, le Nevada, est assez similaire à l'Irlande.

### Une expérience naturelle

Ainsi, nous avons, par coïncidence, une configuration proche d'une expérience naturelle : deux régions similaires qui connaissent toutes deux un boom et un effondrement immobilier local, mais dans un système fédéral très différent.

L'Irlande et le Nevada sont assez similaires sur plusieurs points importants (voir tableau 1). Ils ont des populations (2,7 à 4,5 millions) et des niveaux de PIB (120-200 milliards de dollars) similaires. Plus important encore, ils ont tous deux connu un boom et un effondrement exceptionnels du marché de l'immobilier. Le résultat du même cycle d'expansion et de ralentissement de l'économie réelle peut être observé dans le taux de chômage, qui suit une tendance presque identique, comme le montre la figure 1.

**Tableau 1. Comparaison entre l'Irlande et le Nevada**

	Nevada	Ireland
Population (in million, 2011)	2.7	4.5
GDP (in \$ billion, 2011)	120	200
Change in GDP (2007-2010)	-5.3%	-17.6%
Average net migration rate since 'bust' (2008) as% of total population	0.32%	0.09%
Unemployment rate (2011)	13.5%	14.4%

Sources : Eurostat et BEA, US Census Bureau.

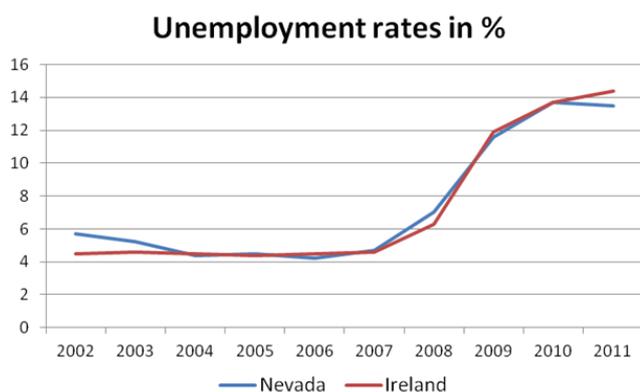
### Pas de renflouement au Nevada

Cependant, il y a une différence fondamentale entre les deux. Lorsque le boom a éclaté, le Nevada n'a pas connu de crise financière locale et le gouvernement de l'État n'a pas eu besoin d'être renfloué. Cela pourrait être la raison principale de la grande différence dans l'évolution du PIB, qui a beaucoup plus baissé en Irlande.

La principale différence entre le Nevada et l'Irlande est que les problèmes bancaires aux États-Unis sont pris en charge au niveau fédéral -rappelez-vous, les États-Unis sont une union bancaire- alors que dans la zone euro, la responsabilité des pertes bancaires reste nationale.

Les banques locales au Nevada ont connu des pertes énormes, tout comme en Irlande, et beaucoup d'entre elles sont devenues insolvables, mais cela n'a pas perturbé le système bancaire local, car ces banques ont été saisies par la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) qui a couvert les pertes et transféré les opérations à d'autres banques plus fortes. En 2008-09, la FDIC a ainsi fermé 11 banques ayant leur siège dans l'État, avec des actifs de plus de 40 milliards de dollars, soit environ 30 % du PIB de l'État. Les pertes subies par la FDIC dans ces opérations de sauvetage / restructuration se sont élevées à environ 4 milliards de dollars.

**Figure 1. Le cycle boom/bust du chômage : Irlande vs Nevada**



Sources : Eurostat et Bureau of Labor Statistics (BLS) des États-Unis.

D'autres pertes ont été supportées au niveau fédéral quand les résidents du Nevada ont fait défaut en grand nombre sur leurs prêts hypothécaires immobiliers. Les deux institutions fédérales qui refinancent les prêts hypothécaires ont perdu dans l'ensemble environ 8 milliards de dollars dans l'État du Nevada depuis 2008.

Les institutions fédérales de l'union bancaire américaine ont ainsi fourni au Nevada un « amortisseur » d'environ 10 % du PIB, non sous la forme de prêts, mais sous la forme d'un transfert ex post. C'est-à-dire que des pertes de cette ampleur ont été supportées au niveau fédéral. Contre ce transfert, il faudrait bien sûr prendre en compte les primes d'assurance acquittées par les banques du Nevada avant la faillite. Mais ces primes sont susceptibles d'avoir été d'un ordre de grandeur beaucoup plus faible.

### L'importance des « banques étrangères » au Nevada

De plus, une grande partie de l'activité bancaire au Nevada était (et est toujours) menée par des banques « étrangères », c'est-à-dire par des banques d'autres États, qui ont simplement pris les pertes de leurs opérations au Nevada dans leur bilan et ont pu les compenser par des bénéfices

réalisés ailleurs. C'est un autre moyen par lequel un marché bancaire intégré peut fournir une assurance contre les chocs financiers locaux. On pourrait appeler cela une union bancaire « privée » ou un marché bancaire réellement intégré. Il est impossible d'estimer la taille de cet amortisseur supplémentaire, mais les pertes absorbées par les banques extérieures pourraient très bien avoir été au moins aussi importantes que celles supportées par les institutions fédérales. Le total des dépréciations des grandes banques américaines qui opèrent dans l'ensemble des États-Unis était d'environ 440 milliards de dollars, soit deux fois plus que les 220 milliards de pertes des trois institutions officielles (FDIC, Fannie et Freddie).

### **L'importance des banques étrangères en Europe ?**

En Europe, cette union bancaire « privée » ne fonctionne que dans certains cas. Elle n'est réellement importante que pour les petits pays baltes de l'UE, dont les banques appartiennent en grande partie à des mains étrangères. L'Estonie, la Lituanie et, dans une moindre mesure, la Lettonie ont ainsi bénéficié d'une protection similaire contre les pertes subies par les sièges sociaux scandinaves de leurs banques locales. En revanche, la plupart des prêts immobiliers en Irlande (et en Espagne) ont été principalement accordés par des banques locales, de sorte que la plupart des pertes sont restées locales, et sans aucune institution fédérale pour les assurer.

### **Besoin d'amortisseurs**

La comparaison entre le Nevada et l'Irlande illustre ainsi la capacité d'absorption des chocs d'un système bancaire intégré et d'une union bancaire. Pour le Nevada, l'union bancaire a donné lieu à un transfert de plus de 10 %, peut-être jusqu'à 20 %, de son PIB.

Le Nevada est certes un exemple extrême du boom de l'immobilier et de la récession. Néanmoins, cet exemple illustre le point de vue général selon lequel une union bancaire peut fournir une capacité d'absorption des chocs supérieure à celle qui pourrait être fournie par une « capacité fiscale » envisagée actuellement pour la zone euro.

### **L'union bancaire est plus importante qu'une union fiscale**

Une première leçon est que « l'union bancaire » est plus importante que « l'union fiscale » en Europe. Une autre leçon est que l'état actuel de l'intégration dans la zone euro représente la pire combinaison imaginable :

- Toutes les pertes dans le secteur bancaire retombent sur les gouvernements nationaux, qui sont débordés quand un boom local fort se transforme en faillites.
- L'euro a fait du marché de gros des liquidités et du financement un marché transfrontalier, de sorte qu'une crise de liquidité à l'échelle du système survient chaque fois qu'un système bancaire local devient insolvable.

Le système ne peut pas rester tel quel. L'Europe doit soit aller de l'avant vers une union bancaire complète, soit être repoussée vers des marchés financiers segmentés sur base nationale. En ce moment, la seconde tendance est claire. À moins de mettre en place un système plus intégré, l'intégration financière devra reculer.

**Daniel Gros**

(...)

## 2 FINANCIAL INTEGRATION: DEFINITION AND BENEFITS

In this chapter, we first define financial integration. Then we briefly review the generally accepted benefits of financial integration.

### 2.1 DEFINITION OF FINANCIAL INTEGRATION

We adopt the following definition of an integrated financial market:

The market for a given set of financial instruments and/or services is fully integrated if all potential market participants with the same relevant characteristics

- (1) face a single set of rules when they decide to deal with those financial instruments and/or services;
- (2) have equal access to the above-mentioned set of financial instruments and/or services; and
- (3) are treated equally when they are active in the market.

The adopted definition of financial integration contains three important features.

First, it is independent of the financial structures within regions. Financial structures encompass all financial intermediaries – institutions or markets – and how they relate to each other with respect to the flow of funds to and from households, governments and corporations. It is not unusual for regions to develop different financial structures before integration takes place. As habits persist, it is not surprising if these different structures remain once regions are integrated. Indeed, there is no support for the claim that financial integration will lead to a convergence in financial structures. On the contrary, Hartmann et al. (2003) find that the importance of currency deposits and of loans in different euro area countries has become more heterogeneous over time, including the period following the introduction of the euro.

Second, frictions in the process of intermediation – i.e. the access to or investment

of capital either through institutions or markets – can persist after financial integration is completed. Our definition stresses that financial integration is not about removing frictions that hamper the optimal allocation of capital. Rather, financial integration is concerned with the symmetric or asymmetric effects of existing frictions on different areas. In other words, even in the presence of frictions, several areas can be financially integrated as long as frictions affect these areas symmetrically. Just to illustrate this point, let us consider France and Germany as an area. Suppose that all financial contracts in a given country must by law be written in the language of that country. German citizens contracting in France would be treated asymmetrically relative to French citizens contracting in France, as the Germans would bear the cost of translating the contracts, while French citizens would not. Now, suppose instead that all financial contracts in the area must be written in a third language. In this case there is still a friction, as both French and German citizens would have to bear the translation cost from this third language into their respective languages. However, both French and German citizens are treated symmetrically by this friction, which therefore does not constitute a barrier to financial integration between the two countries. In the next chapter, we will describe a common framework for measuring financial integration in which price-based measures rely strongly on this aspect of the definition.

Third, our definition of financial integration separates the two constituents of a financial market, namely the supply of and the demand for investment opportunities. Full integration requires the same access to banks or trading, clearing and settlement platforms for both investors (demand for investment opportunities) and firms (supply of investment opportunities, e.g. listings), regardless of their region of origin. In addition, once access has been granted, full integration requires that there is no discrimination among comparable market participants based solely on their location of origin. When a structure systematically

discriminates against foreign investment opportunities due to, say, national legal restrictions, then the area is not financially integrated. An area can also be partially financially integrated. This is the case if, for example, a region does not favour the access of domestic investors over foreign ones, but does impose constraints on the listings of foreign firms on the domestic exchange. Our quantity-based measures will be related to this aspect of the definition.

natural basis for developing quantitative measures of financial integration. Consequently, most of our integration measures will depend explicitly on the law of one price.

( . . . )

The adopted definition of financial integration is closely linked to the law of one price, which many other studies have chosen as their definition of financial integration. The law of one price states that if assets have identical risks and returns, then they should be priced identically regardless of where they are transacted.<sup>5</sup> The definition of financial integration stated above encompasses the law of one price. If the law of one price does not hold, then there is room for arbitrage opportunities. However, if the investment of capital is non-discriminatory, then any investors will be free to exploit any arbitrage opportunities, which will then cease to exist, thereby restoring the validity of the law of one price.

Although the law of one price is very attractive since it allows for quantitative measures of financial integration, it still misses an important aspect of financial integration, namely whether the supply of investment opportunities is subject to discriminatory practices or not. Indeed, in practice the law of one price can only be tested on instruments that are listed or quoted. Hence, the analysis based on the law of one price cannot serve as a basis for measuring integration among unlisted instruments. For instance, take an asset that may not be listed on one region's exchange because of that exchange's discriminatory practices. In this case, while it is possible for the law of one price to hold, we would not consider the whole area to be financially integrated. As a consequence, we have adopted the more general aforementioned definition. That said, checking the validity of the law of one price remains the

<sup>5</sup> In addition to financial instruments, the law of one price should also apply to the goods market. However, given transportation costs and other frictions (non fungibility, non storability, etc.) that are impossible or difficult to remove, the law of one price is unlikely to hold as well in the goods market as in financial markets.

### 3 A COMMON FRAMEWORK FOR MEASURING FINANCIAL INTEGRATION

Building upon our proposed definition of financial integration, this chapter aims to present a common framework for (1) measuring the current level of financial integration in the different euro area financial markets, i.e. the money, bond, credit, and equity markets and (2) measuring the trend of integration in these areas. As already explained in the previous section, our definition of financial integration deals mainly with the asymmetric effects of existing frictions or barriers to the intermediation process in different areas. The more symmetric these effects are, the higher the degree of integration. Hence, our common framework for measuring financial integration focuses on determining whether existing frictions affect different regions asymmetrically. The best way to measure the current state of financial integration would be to list *all* frictions and barriers to financial integration and check whether or not they still hold. However, it is impossible to compile such a list. Consequently, instead we measure the state of integration using equilibrium prices, since these prices should reflect all information at the disposal of economic agents, including possible frictions and barriers that these agents face. In order to derive and make operational measures of integration in this context, we rely on the strongest implication of our definition of integration, namely the law of one price. We consider two broad categories of measures based on the law of one price: price-based and news-based measures. While the bulk of our measures fall into these two categories, we also consider a third broad category, namely quantity-based measures of integration. Below, we give brief descriptions of these three broad categories of measures before proceeding to discuss the individual measures in detail.

Our first broad category of measures includes *price-based measures*, which measure discrepancies in prices or returns on assets caused by the geographic origin of the assets. This constitutes a direct check of the law of one price, which in turn must hold if financial integration is complete. If assets have sufficiently similar characteristics, we can base

these measures on direct price or yield comparisons. Otherwise we need to take into account differences in systematic (or non-diversifiable) risk factors and other important characteristics. Given these considerations, we can construct a number of specific integration measures. The cross-sectional dispersion of interest rate spreads or asset return differentials can be used as an indicator of how far away the various market segments are from being fully integrated. Similarly, beta convergence, a measure borrowed from the growth literature, is an indicator for the speed at which markets are integrating. In addition, measuring the degree of cross-border price or yield variation relative to the variability within individual countries may be informative with respect to the degree of integration in different markets.

Our second broad category of measures refers to *news-based measures*. These are designed to distinguish the information effects from other frictions or barriers. More precisely, in a financially integrated area, portfolios should be well diversified. Hence, one would expect news (i.e. arrival of new economic information) of a regional character to have little impact on prices, whereas common or global news should be relatively more important. This presupposes that the degree of systematic risk is identical across assets in different countries; to the extent that it is not, local news may continue to influence asset prices.

Our third category of integration measures is *quantity-based measures*, which we consider in order to quantify the effects of frictions faced by the demand for and supply of investment opportunities. When they are available, we will use statistics giving information on the ease of market access, such as cross-border activities or listings. In addition, we present statistics on the cross-border holdings of a number of institutional investors as a measure of the portfolio home bias. Of course, no measure can be used for all markets, as the specifics of some market or the data available for implementing a measure can differ across markets. However, the spirit is the same across all markets, as we strive to capture the extent of possible asymmetries.

(...)

Table I Summary of integration measures for different market segments

	Price-based measures	
	Yield-based measures	Country effects
Money market	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Spread between interest rates</li> <li>– Cross-sectional dispersion</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Dispersion of rates across countries vs. within countries</li> </ul>
Credit market	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Spread between interest rates using a reference country interest rate</li> <li>– Margins using comparable market rates</li> <li>– <math>\beta</math>-convergence</li> <li>– Cross-sectional dispersion</li> </ul>	–
Corporate bond market	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Size and significance of country effect for corporate bond spreads</li> <li>– Cross-sectional dispersion in country effect</li> <li>– Proportion of cross-sectional variance explained by country effect</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Country versus rating effects within the country (rating) portfolios</li> </ul>
Government bond market	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Spread between yields using a reference asset</li> <li>– <math>\beta</math>-convergence</li> <li>– Cross-sectional dispersion</li> </ul>	–
Equity market		<ul style="list-style-type: none"> <li>– Sector versus country effects</li> </ul>
	News-based measures	Quantity-based measures
Money market	–	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Cross-border lending activities</li> <li>– Resort to standing facilities</li> <li>– Repo-market: number of trades involving non-euro area banks</li> </ul>
Credit market	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Percentage of interest rate change explained by common factors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Cross-border loans to non-banks and interbank loans</li> <li>– Cross-border securities holdings issued by banks and non-banks</li> </ul>
Corporate bond market		<ul style="list-style-type: none"> <li>– Share of assets invested in bond funds with a European-wide investment strategy</li> </ul>
Government bond market	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Percentage of asset price change explained by common factors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– As in corporate bond market</li> </ul>
Equity market	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Increase in common news components in equity returns</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Asset share of euro area investment funds with non-domestic and European horizon</li> <li>– Share of foreign euro area equity in total equity portfolio of pension fund and life insurance sectors</li> </ul>

# Financial integration in Europe

## CHAPTER I

### RECENT DEVELOPMENTS IN FINANCIAL INTEGRATION IN THE EURO AREA

*In 2013, despite an unprecedented improvement of the financial integration in euro area financial markets in most market segments, a relatively high degree of fragmentation still remains. The main concern – the perceived risks of redenomination, linked to the threat of a possible euro area break-up – was successfully mitigated by non-standard Eurosystem measures; further progress towards the establishment of the euro area regulatory and supervisory architecture, including the set-up of the single supervisory mechanism (SSM) and the single resolution mechanism (SRM); and by the economic and fiscal convergence process, initiated by the implementation of structural reforms in euro area countries, in particular in distressed countries. However, in many market segments, financial integration has not yet returned to pre-crisis levels. This development can be shown for example by the strong divergence of bank lending rates across euro area countries, in particular for SMEs. Moreover, the continuity of the financial integration recovery process cannot be taken for granted and could easily revert again, as the resurgence of domestic economic uncertainties in some distressed countries in the course of 2013 has shown. By breaking the nexus between sovereigns and banks, trust in the euro area banking sector can be strengthened. Further progress towards the implementation of the new regulatory and supervisory architecture can support this decoupling process.*

(...)

### 2 MONEY MARKETS

During the year of 2013, money market integration in the euro area – referring to unsecured and secured interbank lending – increased somewhat, with more and more trades in the money market taking place on a cross-border basis. This is reflected by the gradual decline of excess liquidity as well as an improvement of quantity- and price-based indicators. Fragmentation of money markets in the euro area is however still quite evident, coming from very high levels in the years before.

In the previous year, money markets were characterised by high levels of excess liquidity, which resulted from the conduct of two three-year longer-term refinancing operations (LTRO) in December 2011 and February 2012. These operations were conducted in an environment of high market stress and unprecedented levels of fragmentation along national borders. As a result of these operations, excess liquidity increased substantially from levels of €200-300 billion up to €800 billion, leading to interest rates in the unsecured money markets close to the ECB's deposit facility rate. The intermediation of the Eurosystem increased and to some extent replaced the market. The substitution was supported by some temporary changes in the Eurosystem liquidity management framework, in particular by the introduction of tenders with fixed rate and full allotment (see Special Feature A, Section IV).

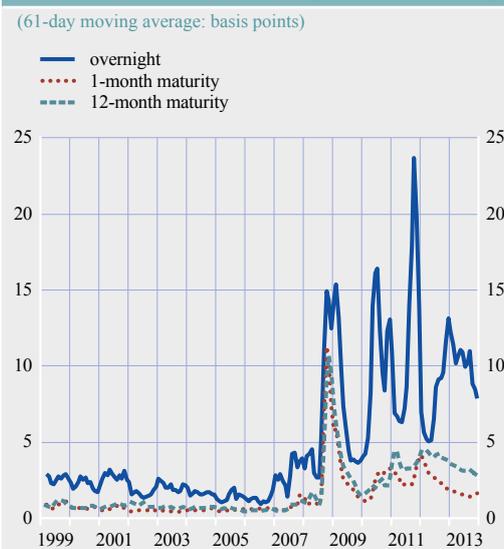
(...)

## PRICE-BASED INDICATORS

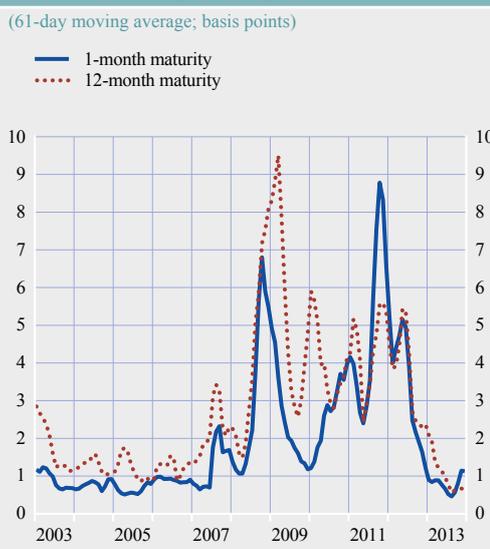
The general improvement in money market integration during 2013 is reflected in the dispersion of money market rates, consistently across markets and maturities.

In the unsecured euro money market, the decline in dispersion was most pronounced for overnight rates. After interest rate dispersion in the Eonia O/N market had been at elevated levels at the end of 2012, interest rate dispersion declined over the year (Chart 2) as some banks could regain market access. In May, in the wake of tapering discussions in the US, dispersion in the EONIA rate rose somewhat. The implied increase in market fragmentation reflected the differing exposure of banking systems in the euro area to the US financial market. However, towards the year's end, market dispersion continued its decline. The dispersion in EURIBOR rates declined more steadily over the year 2013 (Chart 2) for both maturities (1 and 12 months), confirming a development that had started in 2012. Such dispersion is the result of many factors, including banks' access to the market.<sup>6</sup>

**Chart 2 Cross-country standard deviation of average unsecured interbank lending rates across euro area countries (EONIA, EURIBOR)**



**Chart 3 Cross-country standard deviation of average interbank repo rates across euro area countries (EUREPO)**



Also in the secured euro money market, dispersion of EUREPO has come down (Chart 3). Notably, for both short- and long-term maturities, dispersion in rates decreased. At the end of 2013, they even reached levels not seen since before 2007, i.e. before the start of the financial crisis. Thus, the secured market is leading the unsecured market in terms of market integration, which is in line with the structural shift between these markets since the financial crises. Secured markets became the preferred money market for European monetary financial institutions, with a share of about 40% of cumulative turnover in euro money markets in the second quarter of 2013 (ECB Euro Money Market Survey).

(...)

<sup>6</sup> Another explaining factor for the different developments of EONIA, EURIBOR and EUREPO could be that while the EONIA rate is a volume-weighted rate over a full day, the EURIBOR and EUREPO are a reference rate based on an expert assessment at a given point in time during a day. This should reflect lending rates from one generic prime bank to another generic prime bank and not the funding/lending rate of one particular bank to its counterparties.

## QUANTITY-BASED INDICATORS

According to the ECB's Euro Money Market Survey (conducted in Q2 2013), the relative geographical break down of money market transactions (secured and unsecured) has been rather stable over the decade for both country groups, with an increase in the share of domestic transactions in 2012 (Chart 4). The year 2013 marked a slight improvement in cross-border lending in non-distressed countries. While the relative share of domestic lending declined, the relative share in secured and unsecured domestic transactions from non-distressed countries to other euro area countries increased. In 2013, intra euro area transactions accounted for almost 60% of all lending. This reflects a renewed increase in banks' willingness to engage in cross-border lending, and thus a re-integration of intra euro area money markets. The relative increase in cross-border lending also helps to offset the liquidity demand and reduce the reliance on central bank liquidity (see Special Feature A: Geographical Segmentation of the Euro Area Money Market: A Liquidity Flow Approach).

In distressed countries, the relative share of intra-euro area lending declined against an increase in extra-euro area lending, while the relative share of domestic lending stagnated. The persistently high (almost 60%) share of domestic lending reflects the ongoing concerns about the sovereign debt crisis which affected mostly counterparties from countries under stress<sup>7</sup>.

(...)

### 3 BOND MARKETS

In 2013 euro area bond market (i.e. for sovereigns, non-financial corporates and banks) fragmentation receded further. This was the result of several factors. First, the disparity in economic sentiment across euro area countries declined,<sup>9</sup> driven by improvements in macroeconomic data releases but also by the implementation of structural reforms in distressed countries and the progresses on euro area architecture reform.<sup>10</sup> Second, the ECB's announcement of Outright Monetary Transactions (OMTs) in September 2012 had long-lasting effects throughout 2013. This announcement gradually restored market confidence and countered the self-fulfilling process of market fragmentation, which peaked in the summer of 2012 and which impaired monetary policy transmission. Third, accommodative monetary policy stances persisted in all major economies. The prospect of low yields in AAA-rated bond markets contributed to a search for yield in lower-rated bonds. This drove sovereign spreads of distressed countries lower and may have contributed to a lower fragmentation of the European sovereign debt market. However, some resurgence of domestic uncertainties in a limited number of distressed countries in 2013 slowed down somewhat the bond market integration.

(...)

<sup>7</sup> The share of domestic transactions could be upwardly biased, since transactions with central counterparties are likely to be attributed to a domestic counterparty (the CCP), also when the third party is indeed a foreign. Because CCP transactions have risen in importance in the second half of the sample period, they might have affected the domestic share for this period.

<sup>9</sup> Although the high share of domestic lending still reflects the ongoing concerns about the sovereign debt crisis.

<sup>10</sup> In particular, in October 2013 the European Council adopted the regulation for the Single Supervisory Mechanism (SSM), providing the ECB with direct supervisory powers over the largest euro area banks and harmonising the regulation throughout the euro area.

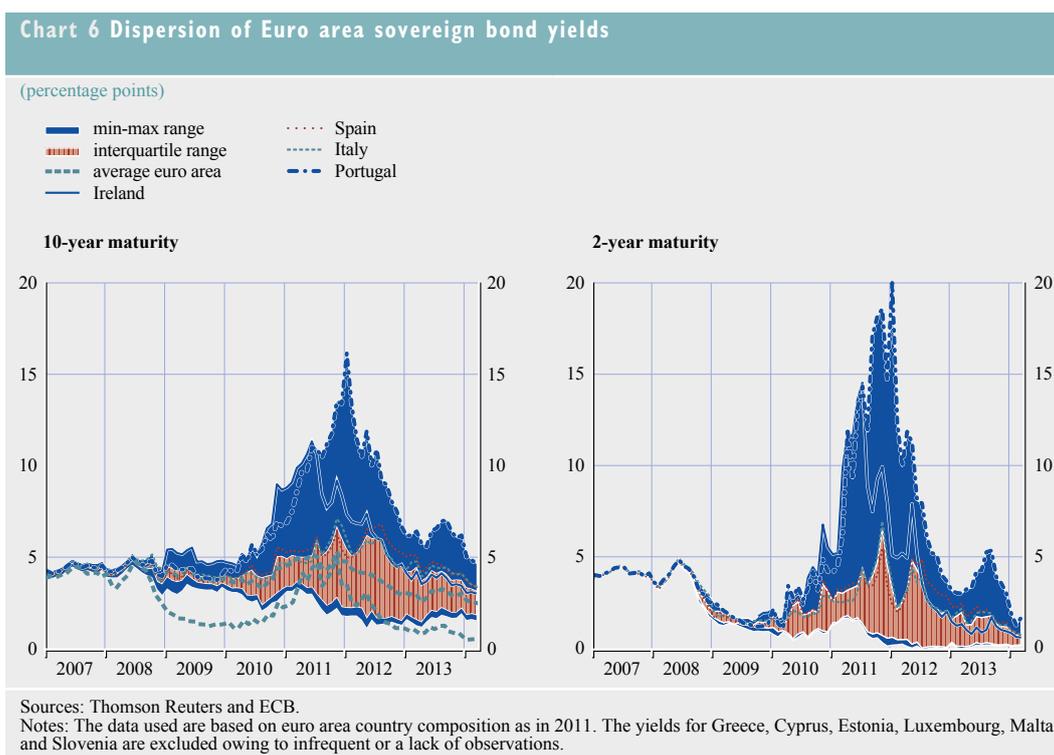
## PRICE-BASED INDICATORS OF SOVEREIGN BOND MARKETS

Chart 6 depicts the dispersion of euro area sovereign bond yields at the ten-year and two-year maturities, as characterized by the median, the interquartile range (i.e. the range between the third and the first quartile), and the range between the highest and the lowest yield. The chart also shows the yields of some distressed countries as well as the average for the euro area.

The chart shows that a pronounced divergence in yields emerged in 2009. At that point in time, market participants began to perceive a tangible credit risk on some euro area sovereigns. Some sovereign bond yields that had already been driven up by country-specific fiscal and macro risks became additionally contaminated by self-reinforcing premia relating to market fragmentation and perceived risks of redenomination<sup>12</sup> (i.e. perceived risk of a euro area break-up). However, the size of these self-reinforcing premia, and therefore also the divergence in government bond yields, declined significantly after the announcement of OMT in 2012. Still, the cross-country difference remained higher in 2013 than in the period 2000-2009. This may not necessarily reflect remaining market fragmentation, but rather continued differences in economic and fiscal outlook across countries as well as a possible under-appreciation of sovereign risk before 2009.

In this context, it is noted that the euro area sovereign ratings continue to show a relatively low average level and a large dispersion compared with the period before 2009 (Chart 7). Moreover, although the average euro area sovereign rating increased slightly and dispersion fell during 2013, rating agencies have signalled a negative watch for several euro area countries, both for distressed and non-distressed countries.

12 Estimation of the premia relating to the risk of redenomination of a given euro-denominated asset into a devalued legacy currency is a difficult task. However, under certain assumptions estimates can be achieved from differences between domestic and USD-denominated CDS premia.

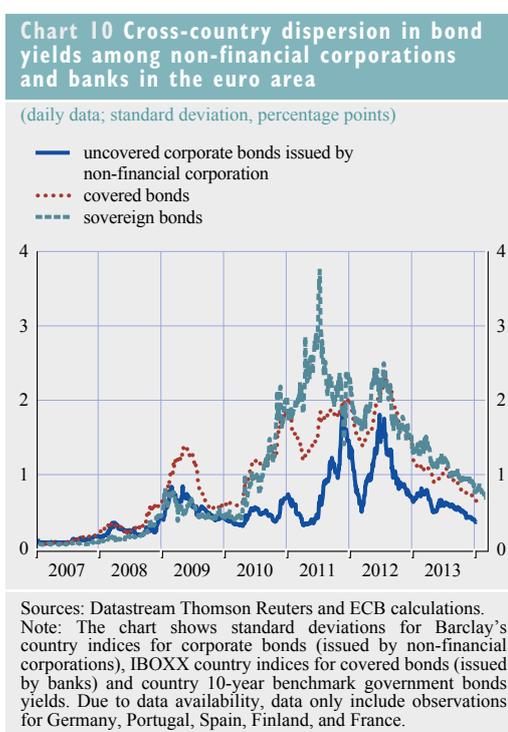
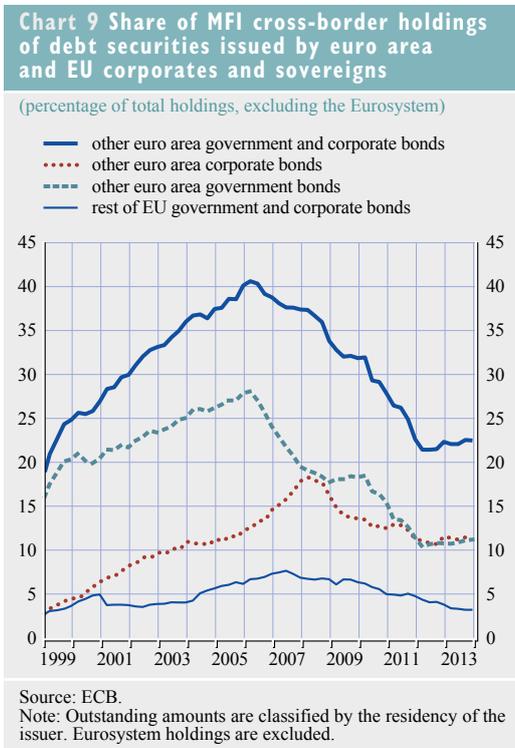


Overall, it now appears more plausible than was the case in the summer of 2012 to conclude that the current heterogeneity observed in the euro area is a reflection of differences in underlying credit risk. Concomitantly, the above-mentioned self-reinforcing premia relating to market fragmentation and perceived redenomination risks have also declined significantly from the peak levels observed in the summer of 2012. (...)

## QUANTITY-BASED INDICATORS OF SOVEREIGN BOND MARKETS

More information on the integration of sovereign bond markets can be extracted from cross-border holdings of government bonds. Another element pointing to some remaining fragmentation of euro area sovereign bond markets is the continued low share of euro area MFI cross-border holdings (i.e. non-domestic but within euro area) of government bonds (Chart 9). This share has been steadily declining since 2006, although it seems to have stabilised at a low level in 2013. While the initial decline in 2006 was mainly due to portfolio reallocations from domestic sovereign bonds into bonds issued outside the euro area, the decline over the last three years was led by an increase in MFI holdings of domestic government securities. Such increases were also observed for countries where the holdings of domestic government bonds were already at high levels before the crisis. The elevated levels in banks' exposure to risks from domestic sovereign bonds are one important dimension of the tight bank-sovereign linkages (Chart 15 in the Statistical Annex) that operate in both directions: improvements/worsening in the perception of sovereign risk translate into banks.

Overall, the quantity-based indicator points to continued fragmentation of the euro area sovereign bond market. However, the recent stabilisation in the cross-border holdings of government bonds may indicate a trend reversal towards reduced fragmentation. This would be consistent with the positive reading of the price indicators.



## CORPORATE BOND MARKETS

Corporate bond markets are closely related to government bond markets, because government bond prices are typically used as a benchmark for the pricing of corporate bonds. As a result, euro area corporate bond market developments regarding segmentation have mirrored those seen in the government bond markets.

(...)

### PRICE-BASED INDICATORS OF CORPORATE BOND MARKETS

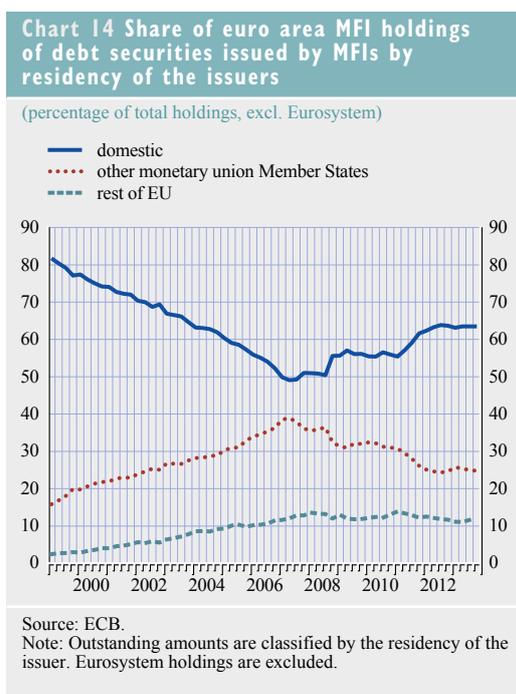
As illustrated in Chart 10, the cross-country dispersion of corporate bond yields, for both covered bank bonds and bonds issued by NFCs, has moved rather closely together with the cross-country dispersion in government bond yields. In particular, Chart 10 shows that the cross-country dispersion in NFC bond yields declined substantially and in tandem with the dispersion of government bond yields in the second half of 2012, following the ECB's announcement on OMT.

(...)

### QUANTITY-BASED INDICATORS OF CORPORATE BOND MARKETS

Corporate bond market integration can also be analysed using cross-border MFI holdings of corporate bonds and issuance of corporate bonds across sectors and countries.

Cross-border MFI holdings of corporate bonds also point to remaining fragmentation. The share of cross-border holdings of EU corporate debt out of total holdings of corporate debt securities declined, but at a slower pace, as did the share of cross-border EU sovereign bonds (Chart 9 in the government bond section). Regarding securities issued by MFIs (Chart 14), since the onset of the crisis, euro area MFIs have tended to decrease their relative share of securities issued by other euro area MFIs, which has mirrored the upward trend of the share of MFIs securities issued domestically. In 2013, these two opposite trends levelled off somewhat, which can be interpreted as a stabilisation of the process of bank bond market fragmentation. (...)



Overall, both price- and quantity-based indicators point to persistent, but slightly receding, fragmentation of the corporate bond market in 2013.

## 4 EQUITY MARKETS

The degree of cross-country heterogeneity in stock market returns declined in 2013 compared with 2012. As mentioned in the previous section on bond markets, this may be related to lower disparity in economic sentiment across euro area countries, as well as progress on structural reforms, the ECB's OMT announcement and global liquidity conditions which supported a search-for-yield attitude.

The reduced cross-country heterogeneity in stock market returns is consistent with some relative improvements in other price-based indicators<sup>18</sup> and the levelling off in the negative trend of quantity-based indicators of stock market integration. The following section looks first at price-based indicators and then at quantity-based indicators.

<sup>18</sup> However, some price-based indicators have not yet reflected this improvement because of their low frequency of calculation.

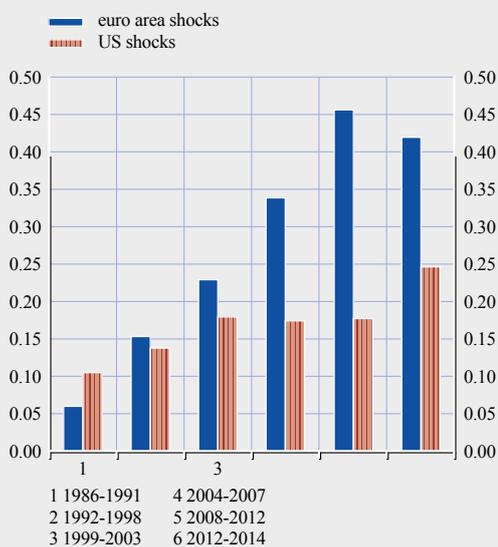
### PRICE-BASED INDICATORS

Chart 17 shows the dispersion of euro area stock market index returns, as characterised by the interquartile range (i.e. the range between the third and the first quartile) and the range between the highest and the lowest index return in the period from 1999 to 2013. While the introduction of the euro was followed by a period of convergence of stock market returns, heterogeneity in stock market returns started to increase in 2008, but increased more significantly in 2010-2012 following the start of the euro area sovereign debt crisis. However, since the OMT announcement in September 2012, heterogeneity has declined substantially and in 2013 almost reached pre-crisis levels. However, heterogeneity in stock market returns is only a first rough measure of market integration. The following considers other indicators used to measure price divergence and common shocks/country specific shocks explaining euro area equity returns. (...)



In the same vein, a fourth indicator,<sup>23</sup> presented in Chart 21, shows the proportion of variance in euro area country equity returns explained by US and common euro area stock market shocks during different time periods. Since July 2012, common euro area shocks have accounted for about 34% of the total volatility on average,<sup>24</sup> which is below the average level from January 2008 to July 2012. As a result, country-specific shocks (i.e. the non-explained part of the variance) have been the main driver explaining euro area stock market volatility since July 2012. Overall, despite the improvements seen after President Draghi's speech in London on 26 July 2012, there has been a small decline in the impact of common euro area shocks on euro area stock markets, potentially reflecting the predominance of country-specific shocks for distressed countries. This gives some indication of increased segmentation on average in euro area equity markets since July 2012.

**Chart 21 Proportion of variance in euro area country equity returns explained by euro area and US stock market shocks**



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.  
Notes: For details on the estimation methodology, see the notes to Chart 12 in the Statistical Annex. For this chart, the cut-off for 2012 is the London speech on 26 July 2012.

## QUANTITY-BASED INDICATORS

Quantity-based indicators such as cross-border holdings of equity issued by euro area residents and equity funds' assets developments also provide evidence on the state of equity market integration.

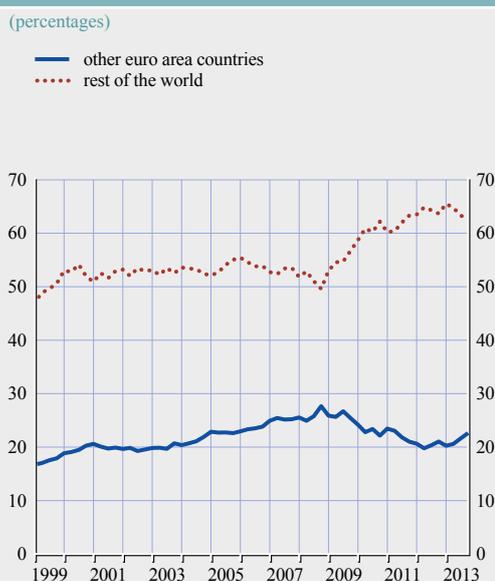
The percentage of euro area investment funds' cross-border holdings of equity issued in other euro area countries has declined since the beginning of the financial crisis in 2008. In 2012 it reached a level comparable to that of 2001 (Chart 22), fuelled by euro area break-up fears. However, after President Draghi's speech in London on 26 July 2012, the declining trend levelled off. The decline observed since 2008 in euro area investment funds' holdings of equity issued in other euro area countries has not prevented a continued increase in the overall intra-euro area relative cross-border holdings of equity issued by euro area residents (Chart 23). The continuous increase of these relative cross-border holdings to a level of 44% in 2012, compared to just 22% in 2001, confirms that the advent of the euro area led to a continuous integration of equity markets. In addition, euro area cross-border holdings were more resilient during the crisis than non-euro area cross-border holdings, which led to some increases of the relative share of euro area cross-border holdings of equities in 2011 and 2012.

(...)

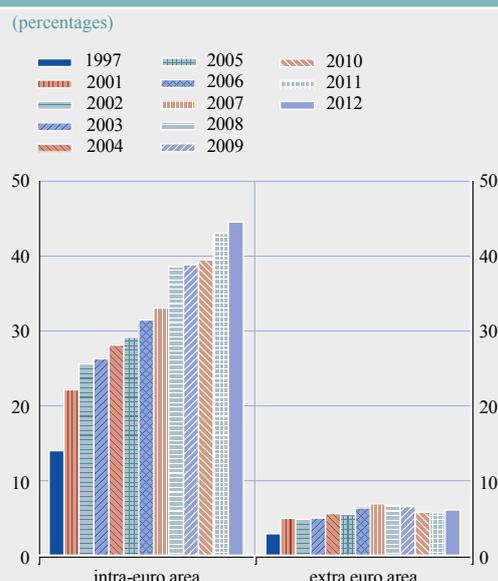
<sup>23</sup> The third indicator shows how much of the local equity returns are explained by common factors, while the fourth indicator disentangles common shocks (US and euro area shocks) and country-specific shocks explaining local equity returns in the euro area. The higher the magnitude of the common euro area shocks, the more integrated local equity markets are.

<sup>24</sup> By comparison, shocks stemming from the United States explain around 25% of euro area stock market volatility, which has not moved significantly since 2008.

**Chart 22 Euro area investment fund holdings of equity issued in other euro area countries and the rest of the world**



**Chart 23 Cross-border holdings of equity issued by euro area residents**



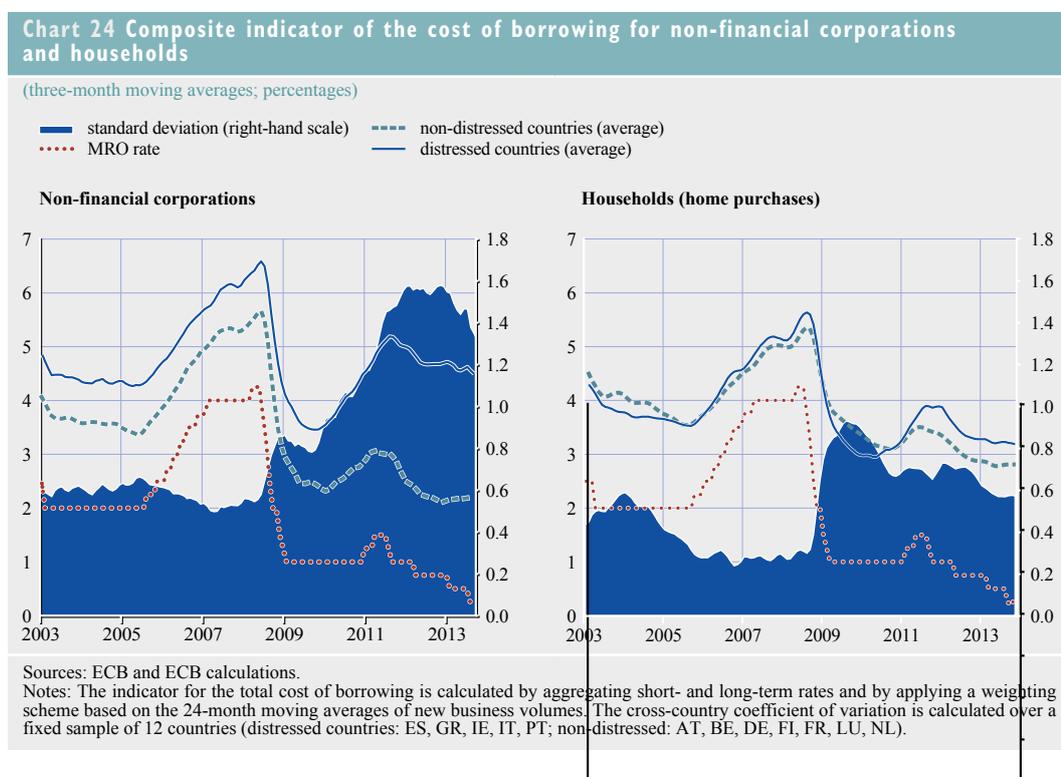
## 5 BANKING MARKETS

Although the latest trend in the integration of banking markets – referring to banks’ lending activities and deposit gathering is mainly positive, indicators show only a very limited degree of improvement in financial integration since the peak of the sovereign debt crisis in mid-2012. Some banks have resumed their cross-border activities, but the level of integration in the banking markets remains lower than before the financial crisis. The main concern continues to be the huge divergence of borrowing costs for non-financial corporations across euro area countries, in particular for SMEs, which puts a high burden on the recovery of weak euro area economies and on monetary and macroprudential policy. In this environment of fragmentation, confidence needs to be restored in the banking sector. One important element in this regard is the introduction of the Banking Union, which is expected to contribute to the return of cross-border credit flows to the real economy and to a decline in bank lending rates in distressed countries. In addition to this, policy initiatives at the national and European levels are aimed at fostering SME financing in the euro area.

## PRICE-BASED INDICATORS

The prices of certain financial services in the euro area countries can give insights into the state of financial integration. For this purpose, composite indicators of the cost of borrowing for non-financial corporations, as well as for house purchases by households, are used. Both indicators are based on a new methodology as described in the August 2013 ECB Monthly Bulletin.<sup>25</sup> Chart 24 contains the unweighted average for distressed and non-distressed countries.

The composite indicator for non-financial corporations shows that the borrowing costs of distressed and in non-distressed countries have progressively diverged since the onset of the financial crisis. The dispersion between these two country groups increased to 160 basis points in 2012. Moreover, the spread between the average interest rate in distressed countries and the interest rate on the main refinancing operations (MROs) has widened, whereas the same spread to non-distressed countries remains relatively stable. These developments hint at some fundamental issues in the banking markets: banking markets are increasingly less integrated, as corporations do not have equal access to funding in all euro area countries because of national factors (e.g. country-specific macroeconomic risks which affect borrower risk), and the lending rates in distressed countries have partly decoupled from ECB's MRO lending rates. However, the same fundamental issues are not evident in the household mortgage lending market. The composite indicator of household borrowing costs for home purchases shows almost no divergence between distressed and non-distressed countries. Also, the spread to MRO did not broaden much, so the low ECB interest rates have been transmitted to these bank lending rates to the same extent as observed in the past.



<sup>25</sup> ECB (2013), "Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation", Monthly Bulletin.

(...)

## QUANTITY-BASED INDICATORS

Banks can provide credit either locally through their affiliates or across borders. A growing euro area business activity through one of these channels would mean that banking markets are more integrated and that the benefits of a more harmonised market, for example lower costs for households and non-financial corporations due to a high level of competition, can be exploited. Further benefits of integrated markets, but also potential costs, are described in detail in the Financial Integration Report 2012.

As regards local affiliates, the share of subsidiaries and branches of non-domestic euro area banks to all banks remained stable in the years between the second half of 2009 and the first half of 2013. However, since 2010, the total number of foreign (= non-domestic euro area) affiliates in euro area countries has declined, and was lower in the first half of 2013 than at the end of 2009. The decrease in the number of foreign affiliates is in line with the overall trend of reducing bank affiliates. At the same time, these foreign affiliates' share of both total assets and total loans declined in this period, reaching a level of around 14% in the first half of 2013 (Chart 27). These numbers for the euro area can hide huge differences between countries. Large countries mainly have shares below 10%; most of the small countries have shares of more than 80%. The development of the dispersion of total assets of foreign branches and subsidiaries of euro area banks across euro area countries is depicted in Chart 22 of the Statistical Annex.

Looking at the cross-border bank lending markets, the development has been similar.

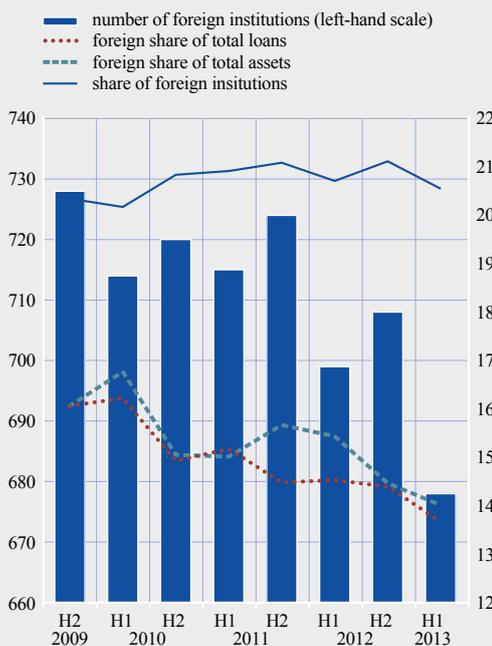
The share of cross-border interbank loans to total loans decreased following the Lehman crisis from over 35% to less than 25% (Chart 28). Cross-border loans to households as share of total loans to households are negligible and remain at around 1%. Also, cross-border loans to non-financial corporations, which account for around 7.5% of all loans to non-financial corporations, have been stable. However, the growth of loans to non-financial corporations decreased further in 2013 in both distressed and non-distressed countries (Chart 29 in the Statistical Annex).

Further distinguishing claims<sup>26</sup> of banks in distressed and non-distressed countries shows (Chart 29) that claims to all sectors in non-distressed countries contracted only to a limited extent, whereas claims to all sectors in distressed countries fell sharply in the same period. However, this negative development came to a halt in 2012 and has recovered slightly since then. These two charts show that the geographic origin of the counterparty, although within the same currency area, has become increasingly important.

Turning to the liability side of banks, the primary source of funding for banks in Europe is deposits, representing over 50% of their liabilities. Since 2002, domestic deposits by non-MFIs increased more in distressed countries than in non-distressed countries (Chart 30). Deposits of non-MFIs in both country groups to MFIs in other euro area countries show a similar trend, although the fluctuation is higher due to much lower volumes (cross-border deposits account for only 3% of total non-MFI deposits in distressed countries, and 7% for non-distressed countries in January 2014).

Chart 27 Foreign affiliates

(total numbers (left-hand scale); percentage (right-hand scale))



Source: ECB (CBD).

26 See BIS on consolidated banking statistics (<http://www.bis.org/statistics/bankstatsguide.pdf>).

**Chart 28 Share of cross-border loans for different sectors in the euro area**

(monthly; percentage)



Source: ECB (BSI).

Notes: Cross-border loans include loans to other euro area Member States for all maturities and currencies.

Looking at deposits of MFIs to MFIs (Chart 31), the increase of domestic deposits was much higher in distressed countries than in non-distressed countries, in particular in crises periods (i.e. Lehman crisis; sovereign debt crisis). Furthermore, cross-border deposits of MFIs in both country groups increased more than domestic deposits of MFIs before the Lehman crisis, which can be interpreted as a positive sign of more integration. However, with the Lehman crisis in 2008, this development came to an end in non-distressed countries, but not for MFIs in distressed countries. One reason for this development might be that MFIs in non-distressed countries were more vulnerable to exposures linked to the Lehman collapse than MFIs in distressed countries. The share of cross-border MFI deposits to all MFI deposits is now similar for all euro area countries (January 2014: distressed countries: 25%; non-distressed countries: 21%), but only at relatively low levels (as in 2004 respectively 2005).

Overall, the development of national retrenchment of assets and liabilities might be due to a number of reasons: less confidence in foreign banking markets in the course of the financial crisis; revised bank business strategies; deleveraging; changes in risk appetites; higher funding costs; or the difficult macro environment. Moreover, political and regulatory incentives to focus on the domestic core business<sup>27</sup> or even the ring-fencing of local bank capital and liquidity<sup>28</sup> might also explain this development. It is expected that the European Banking Union will restore confidence in the euro area banking system, which will help to increase cross-border activities and thus financial integration. (...)

27 Zimmer, D., M. Blaschczok (2012), "European Commission's control of State aid to banks: Competition protection or market design?", Working Paper, University of Bonn.

28 Joint Committee (August 2013), Report on risks and vulnerabilities in the EU financial system.

## Une union bancaire pour la zone euro

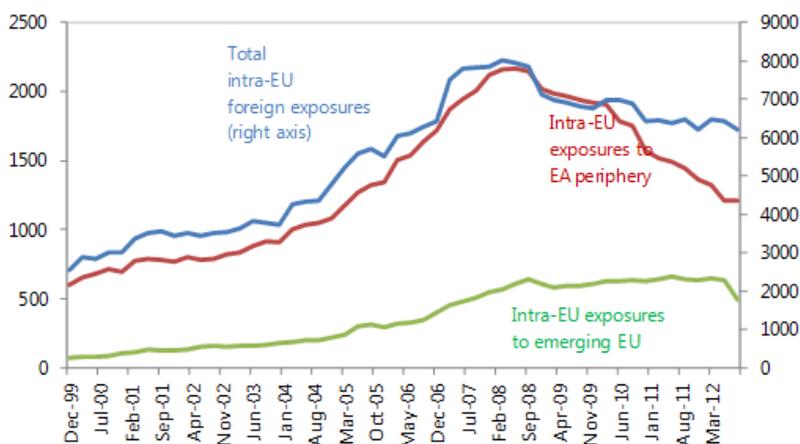
*La crise a mis en lumière la nécessité et les difficultés d'une union bancaire de la zone euro. Cette colonne fait valoir que, pour former une union, il faut trois ingrédients cruciaux : une supervision commune, un mécanisme de résolution unique et des filets de sécurité communs. Le pouvoir de contrôle et les ressources de secours doivent fonctionner en parallèle. Les dirigeants de la zone euro ont pris les premières mesures essentielles, mais de nouveaux progrès sont nécessaires pour renforcer l'architecture financière de la monnaie unique.*

**A**vant la crise, la monnaie commune et le marché unique favorisaient l'intégration financière. Les banques et les institutions financières ont opéré aisément entre pays ; le crédit est allé là où il était demandé ; et les portefeuilles sont devenus de plus en plus diversifiés. Le marché interbancaire a fonctionné sans heurts et les conditions monétaires ont été relativement uniformes dans l'ensemble de la zone euro. Il y a eu des effets secondaires, tels que d'importants flux de capitaux au sein de la zone euro et l'accumulation associée de déséquilibres au niveau des secteurs publics et des secteurs privés. Mais, dans l'ensemble, une architecture financière hybride basée sur une monnaie unique et un marché commun, et des filets de sécurité financière nationaux, la supervision des banques et la réglementation semblaient bien servir la zone euro.

### Des tensions inhérentes à la conception institutionnelle

La crise a mis à nu les tensions inhérentes à cette conception institutionnelle. Les coûts d'emprunt privés ont augmenté avec ceux du souverain, provoquant de la procyclicité et entravant la transmission monétaire. Ceci a amplifié la fragmentation financière (Figure 1) et la volatilité, exacerbant ainsi le ralentissement économique. Cette dynamique défavorable résulte de l'incapacité de maîtriser les conditions locales de taux d'intérêt et d'une architecture qui renforce le lien entre les secteurs bancaires et réels d'un pays et la santé de ses finances publiques. Rétrospectivement, il est évident que, en période favorable, les banques se sont développées dans de nombreux endroits à une échelle qui a submergé les capacités nationales de supervision, alors qu'en temps de crise, elles ont submergé les ressources budgétaires nationales. Il est également clair que, dans l'architecture existante, si les finances d'un souverain sont saines, alors son soutien pour ses banques est crédible. Mais si elles sont faibles, leurs banques sont perçues comme vulnérables et, par conséquent, font face à des coûts de financement plus élevés (figure 2) (voir Acharya et al., 2012, Gerlach, Schulz et Wolff, 2010).

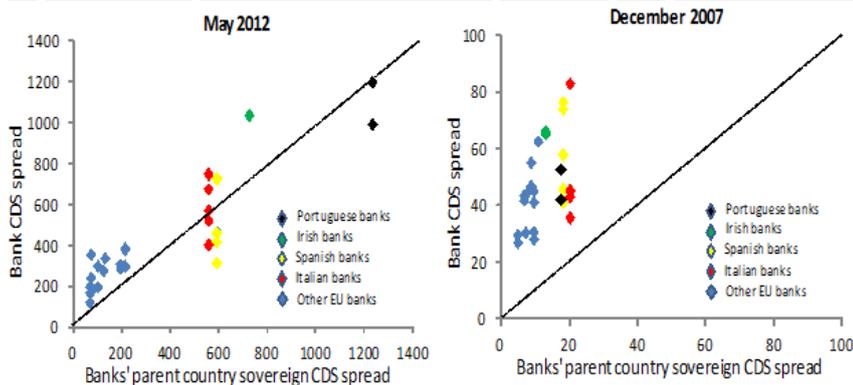
**Figure 1. Exposition étrangère (en milliards d'euros)**



Source : statistiques bancaires consolidées de la BRI, base de risque immédiat.

Remarque : L'Irlande et la Finlande ne sont pas incluses en raison de ruptures dans les données.

**Figure 2. Les spreads de CDS des banques se regroupent selon les lignes pays pendant la crise**<sup>1</sup>



Source : calculs du personnel de Bloomberg et du FMI

Notes : <sup>1</sup> Les données disponibles pour la Grèce en 2012 ne sont pas représentées en raison de leur éloignement du reste de l'échantillon (les spreads CDS de deux banques grecques étaient de 1990 bps et 2027 bps, et le spread CDS grec était de 8711 bps en mai 2012). L'échantillon comprend l'ensemble des 31 banques du test de résistance 2010 de l'EBA pour l'UE pour lequel les données CDS (fin de mois) étaient disponibles dans Bloomberg.

La crise a également mis au premier plan une seconde tension. Les autorités de régulation nationales peuvent indûment favoriser le système bancaire et l'économie d'un pays et ne pas internaliser les externalités transfrontières, qui ne sont pas dans leurs mandats. Quand la croissance est favorable, ils peuvent ne pas prendre en compte comment leurs actions contribuent à l'accumulation d'excès dans d'autres pays. Dans les moments difficiles, ils peuvent encourager la réduction des activités transfrontalières de leurs banques, exacerbant la fragmentation financière.

### Une union bancaire peut-elle aider et à quoi devrait-elle ressembler ?

Dans un article récent (Goyal et al., 2013), nous soutenons qu'une union bancaire bien conçue peut aider à résoudre ces deux tensions. Pour être efficace, le nouveau cadre institutionnel devrait comporter trois éléments :

- Un cadre réglementaire et de surveillance unique.
- Un mécanisme de résolution unique.
- Un filet de sécurité commun.

Tous les trois éléments sont nécessaires.

- Un mécanisme de surveillance unique sans cadre commun de résolution et de filet de sécurité ne permettra pas de rompre le cercle vicieux entre les banques et les États et de rétablir un mécanisme de transmission monétaire fonctionnant correctement.

En particulier, l'absence d'un cadre de résolution crédible nuirait à l'efficacité du mécanisme de supervision unique et entraverait la prise de décision en temps opportun en laissant les autorités nationales prendre en charge les conséquences fiscales des décisions de supervision des autres pays.

- La recapitalisation des banques ainsi que les mécanismes de résolution et d'assurance des dépôts manqueraient de crédibilité sans l'assurance de garanties budgétaires et de mécanismes de partage des charges.
- Inversement, des filets de sécurité et des backstops communs sans surveillance et résolution efficaces rompraient les liens entre les banques et les souverains, mais risqueraient de fausser les incitations, renforceraient les tendances à l'inaction des régulateurs et déplaceraient les pertes au niveau de la zone euro.

Bref, le pouvoir et les ressources doivent aller de pair. (...)

## Est-ce la solution à la crise ?

De toute évidence, une union bancaire ne résoudra pas tous les problèmes de la zone euro. Mais cela peut aider à accélérer le processus de réparation. La mise en place de ressources communes à travers le mécanisme européen de stabilité (MES) aidera à recapitaliser et à réparer les banques dont le souverain est faible. Pour aligner les incitations, une gouvernance et un contrôle appropriés doivent être mis en place -par le biais d'une supervision par la BCE-. La supervision commune atténuera également les restrictions réglementaires. Ces actions réduiraient la fragmentation des marchés financiers, aideraient à rétablir la transmission monétaire et faciliteraient la reprise économique.

Avec le recul, on pourrait également faire valoir qu'un superviseur commun efficace aurait limité les expositions concentrées des banques à certains risques. Par exemple, les autorités de surveillance de la zone euro n'auraient sans doute pas permis aux risques liés à la taille, à la structure et à la concentration des expositions de croître comme ils ont pu le faire dans des pays tels que l'Espagne, l'Irlande ou Chypre. Une supervision unique efficace adopterait une perspective plus large et devrait contrebalancer toute tendance des filets de sécurité communs à permettre aux déséquilibres de se développer encore plus. (...)

### Briser le lien entre risque bancaire et risque souverain

La réparation du secteur financier et le rétablissement d'un mécanisme de transmission de politique monétaire fonctionnant correctement sont des éléments clés de toute stratégie de résolution de crise. De ce point de vue, la décision des dirigeants de la zone euro de permettre au mécanisme européen de stabilité de recapitaliser directement les banques est la bonne.

Certes, les défaillances des banques non systémiques devraient être résolues au moindre coût pour les systèmes nationaux d'assurance-dépôts et les contribuables.

Cependant, la question d'une aide potentielle de la zone euro peut toujours se poser en ce qui concerne les difficultés de banques systémiques au niveau national pour lesquelles les souverains individuels pourraient ne pas disposer de ressources suffisantes sans mettre en cause la solvabilité publique.

Une première étape consiste à reconnaître intégralement les pertes sur les bilans bancaires. Étant donné que le mécanisme de stabilité européen ne peut pas prendre de pertes anticipées, une solution pragmatique pour ressusciter les banques nationales fragiles est que le secteur privé et le souverain national mettent le capital nécessaire pour que la position en capital ne soit pas négative. Le mécanisme européen de stabilité complèterait au niveau des exigences réglementaires et devrait être prêt à soutenir la banque pour toute perte imprévue. De cette manière, l'implication du mécanisme européen de stabilité dissocierait le souverain des pertes futures non anticipées sur les bilans des banques. En veillant à ce que les banques aient un propriétaire d'une solidité financière incontestée, cela améliorerait les conditions de financement bancaire. (...)

### Résolution commune et filets de sécurité

(...) Des mesures devraient être prises pour mettre en place de véritables filets de sécurité communs afin d'assurer les risques de manière plus efficace et de réduire les liens entre les banques et les souverains. Un système de réassurance, par exemple, pourrait être créé pour les systèmes nationaux de garantie des dépôts, financé au niveau de la zone euro au moyen de prélèvements sur l'industrie bancaire et de contributions des États membres. Un accord ex ante sur les parts du financement national et supranational dans les paiements des déposants limiterait l'aléa moral. Au fil du temps, le fonds renforcerait sa capacité administrative et pourrait constituer un pas en avant vers un fonds permanent de garantie des dépôts et de résolution. (...)

## CONCLUSION

En conclusion, les décideurs européens sont confrontés à la lourde tâche de mettre en place une union bancaire tout en luttant contre une crise. Ils ont pris des mesures critiques et fait des progrès admirables. Compléter l'architecture telle que résumée ci-dessus ne peut qu'être de bon augure pour la stabilité de l'union monétaire.

G. Dell'Ariccia  
R. Goyal  
P. Koeva-Brooks  
T. Tresselt

# L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains

Entre 2007 et 2010, le ratio de dette publique rapportée au produit intérieur brut (PIB) du gouvernement irlandais a progressé de 20 % par an environ et, alors qu'il comptait parmi les plus bas en 2007, à 25 %, il est devenu l'un des plus élevés en 2010, atteignant 96 %. Les banques irlandaises étaient apparues de plus en plus vulnérables à l'automne 2008, les écarts de rendement (*spreads*) de leurs *swaps* de défaut (CDS) – soit le coût de l'achat d'une protection contre le défaut sur les obligations non garanties qu'elles détenaient – ayant atteint un pic (en moyenne pour les quatre principales banques) de plus de 400 points de base (pb) en septembre 2008. Tandis que les CDS des banques irlandaises se stabilisaient à 150 pb après que le gouvernement irlandais eut annoncé, le 30 septembre 2008, qu'il accordait sa garantie illimitée à tous les créanciers des banques irlandaises, la période qui a suivi le sauvetage a vu se renforcer la corrélation entre primes de CDS souverains et bancaires en Irlande. Ces *spreads* ont ainsi tous deux dépassé 600 pb début 2011.

À l'autre extrémité de l'Europe, l'État italien affichait un ratio d'endettement rapporté au PIB de près de 100 % dès avant 2007. Tandis que les banques italiennes conservaient des *spreads* sur CDS stables de l'ordre de 100 pb en 2007, les CDS souverains ont constamment augmenté entre 2007 et 2010,

atteignant près de 600 pb en 2011. À ce moment-là, les banques italiennes ont également été considérées sur les marchés du crédit comme présentant un risque significativement plus élevé, avec des *spreads* dépassant 600 pb. La situation en Grèce était semblable, voire pire, l'Espagne et le Portugal se situant quelque part entre le cas de l'Irlande et celui de la Grèce et de l'Italie. Tous ces pays ont connu une forte contraction de leur croissance au cours de la période 2007-2011.

Les évolutions à l'échelle de l'Europe ont été semblables : la qualité moyenne du secteur bancaire avant sauvetage et l'ampleur de la dette publique constituent de bons indicateurs du risque souverain à venir. Nous illustrons ces corrélations en examinant des données empiriques concernant la qualité du secteur bancaire et l'ampleur de la dette publique *avant* le sauvetage des banques et la façon dont elles sont corrélées à l'évolution du risque de crédit souverain *après* le sauvetage.

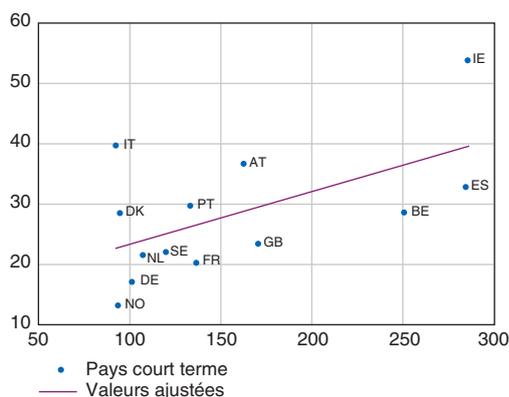
Le graphique 1 concerne la qualité du secteur bancaire. Nous mesurons la qualité du secteur bancaire par la moyenne des CDS bancaires à partir du 26 septembre 2008. Nous retenons cette date car elle se situe juste avant la première annonce d'un sauvetage des banques en Europe et aux États-Unis.

## Graphique 1

### La moyenne des primes de CDS bancaires avant les sauvetages est prédictive des CDS souverains après les sauvetages

(en points de base, axe des abscisses : moyenne des CDS bancaires avant les sauvetages ; axe des ordonnées : variations des CDS souverains durant les sauvetages)

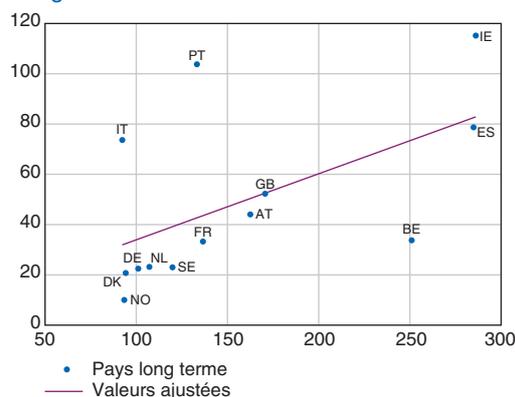
#### a) à court terme



Note : Le graphique montre la relation entre la moyenne des primes de CDS bancaires par pays avant les sauvetages des banques (au 26 septembre 2008) et l'augmentation des primes de CDS souverains après ces sauvetages (entre le 26 septembre 2008 et le 21 octobre 2008). Il recouvre tous les pays européens pour lesquels les données relatives aux CDS souverains et aux CDS bancaires sont disponibles.

Sources : Datastream (primes de CDS bancaires et de CDS souverains) et Acharya, Drechsler, Schnabl (calculs)

#### b) à long terme



Note : Le graphique montre la relation entre la moyenne des primes de CDS bancaires par pays avant les sauvetages des banques (au 26 septembre 2008) et l'augmentation des primes de CDS souverains après ces sauvetages (entre le 26 septembre 2008 et les tests de résistance – stress tests – européens des banques le 31 mars 2010). Il recouvre tous les pays européens pour lesquels les données relatives aux CDS souverains et aux CDS bancaires sont disponibles.

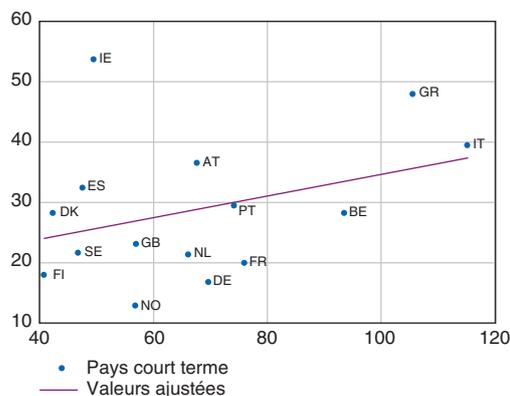
Sources : Datastream (primes de CDS bancaires et de CDS souverains) et Acharya, Drechsler, Schnabl (calculs)

## Graphique 2

### Le ratio de la dette rapportée au PIB avant les sauvetages est prédictif des CDS souverains après les sauvetages

(en points de base, axe des abscisses : moyenne des CDS bancaires avant les sauvetages ; axe des ordonnées : variations des CDS souverains durant les sauvetages)

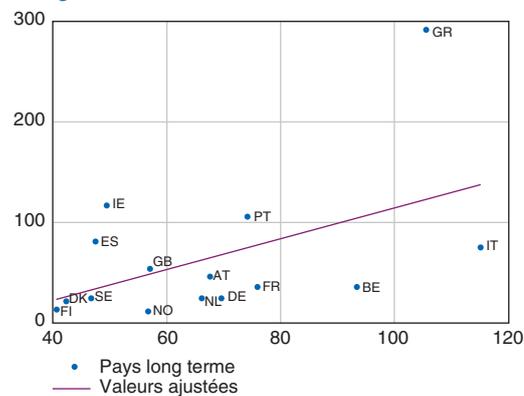
#### a) à court terme



Note : Le graphique montre la relation entre le ratio de la dette rapportée au PIB avant les sauvetages des banques (au 1<sup>er</sup> juillet 2008) et l'augmentation des primes de CDS souverains après ces sauvetages (entre le 1<sup>er</sup> septembre 2008 et le 21 octobre 2008). Il recouvre tous les pays européens pour lesquels on dispose de données relatives aux CDS souverains et au ratio de la dette rapportée au PIB.

Sources : OCDE (ratio dette/PIB), Datastream (primes de CDS souverains) et Acharya, Drechsler, Schnabl (calculs)

#### b) à long terme



Note : Le graphique montre la relation entre le ratio de la dette rapportée au PIB avant les sauvetages des banques (au 1<sup>er</sup> juillet 2008) et l'augmentation des primes de CDS souverains après ces sauvetages (entre le 1<sup>er</sup> septembre 2008 et les tests de résistance des banques européennes le 31 mars 2010). Il recouvre tous les pays européens pour lesquels on dispose de données relatives aux CDS souverains et au ratio de la dette rapportée au PIB.

Sources : OCDE (ratio dette/PIB), Datastream (primes de CDS souverains) et Acharya, Drechsler, Schnabl (calculs)

Nous interprétons ainsi notre mesure comme un indicateur de la qualité du secteur bancaire en considérant que les investisseurs n'anticipaient pas nécessairement un tel sauvetage. Conformément à cette interprétation, nous observons généralement un important recul du CDS bancaire moyen après l'annonce d'un plan de sauvetage. Nous utilisons les CDS souverains pour mesurer le risque souverain et nous analysons leur évolution sur des horizons de court et long terme. L'horizon court recouvre la période allant du 26 septembre au 21 octobre 2008, pendant laquelle de nombreux gouvernements occidentaux ont annoncé des plans de sauvetage de leurs banques. S'agissant de l'horizon long, nous étendons cette période aux tests de résistance auxquels ont été soumises les banques européennes en 2010 (du 26 septembre 2008 au 31 mars 2010). Le test de résistance mené en 2010 sur les banques européennes est une date d'arrêt naturelle pour la mesure du long terme, mais nos résultats sont robustes à d'autres dates d'arrêt.

Comme le montre le graphique 1a, il existe une corrélation positive entre la qualité du secteur bancaire et les évolutions à court terme des CDS souverains. Dans les pays présentant un secteur bancaire à risque, comme l'Espagne et l'Irlande, les

CDS souverains ont enregistré une progression allant jusqu'à 50 pb, tandis que dans ceux disposant de secteurs bancaires solides, tels que la Norvège ou la Suède, la hausse a été inférieure à 20 pb. Dans le graphique 1b, la corrélation positive subsiste si nous examinons les évolutions à long terme des CDS souverains. La concordance est d'autant plus remarquable que le test de résistance des banques en 2010 a été réalisé plus de deux ans après la faillite de Lehman Brothers.

Le graphique 2 est relatif à l'importance de la dette publique. Nous mesurons la dette publique par le ratio de la dette rapportée au PIB avant la faillite de Lehman Brothers (à compter de juin 2008). Comme le montre le graphique 2a, il existe une corrélation positive entre le niveau de la dette publique rapportée au PIB avant les plans de sauvetage et les évolutions à court terme des CDS souverains. Dans les pays présentant un ratio d'endettement élevé, comme l'Italie et la Grèce, les primes de CDS souverains ont enregistré une hausse allant jusqu'à 50 pb, tandis que dans ceux affichant un ratio faible, tels que la Finlande et l'Allemagne, cette hausse a été inférieure à 20 pb. Dans le graphique 2b, la corrélation positive subsiste si nous examinons les évolutions à long terme des CDS souverains.

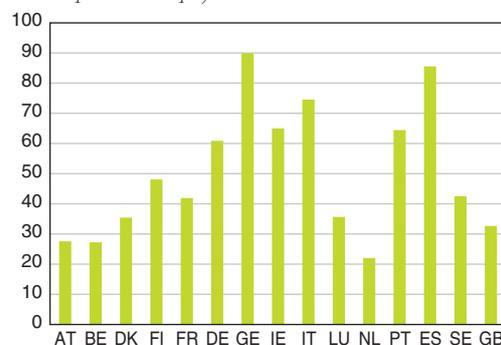
Les graphiques 1 et 2 montrent qu'il est important d'examiner à la fois la qualité du secteur bancaire et l'ampleur de la dette publique. Par exemple, l'Irlande se situe en position de tête en termes de CDS bancaires (graphique 1) mais représente un point aberrant au regard du ratio d'endettement (graphique 2). À l'inverse, l'Italie se situe en tête pour le ratio d'endettement (graphique 2) mais représente un point aberrant au regard du risque du secteur bancaire (graphique 1). Globalement, notre analyse montre que certains pays, comme l'Irlande, sont entrés en crise en raison d'un excès d'endettement du secteur financier, alors que d'autres, comme l'Italie, sont entrés en crise par suite d'un excès de dette souveraine.

Nous affirmons par conséquent dans Acharya, Drechsler et Schnabl<sup>1</sup> que ces corrélations entre les risques de crédit financier et souverain et la croissance économique ne sont pas des coïncidences, mais peuvent s'analyser comme la conséquence de deux problèmes d'excès d'endettement. Lorsque les secteurs financiers sont sous-capitalisés, comme après les pertes subies au cours de la crise financière de 2007-2008, la croissance économique peut s'effondrer, étant donné que les intermédiaires financiers se désendettent et qu'un rationnement du crédit s'ensuit. En d'autres termes, l'excès d'endettement du secteur financier réduit les incitations pour les banques à distribuer des crédits à l'économie réelle. Pour éviter un tel rationnement du crédit et ses conséquences pour l'économie réelle, les gouvernements se lancent dans des opérations de sauvetage à grande échelle du secteur financier.

Toutefois, ces plans de sauvetage sont coûteux et comportent un risque de « victoire à la Pyrrhus » pour les emprunteurs souverains. Premièrement, ils nécessitent l'émission immédiate par l'emprunteur souverain de nouveaux titres de dette afin de protéger les créanciers des sociétés financières en difficulté ou insolubles. Cela entraîne une hausse instantanée du risque de crédit de l'emprunteur souverain apparaissant au passif de son bilan. Deuxièmement, ce qui est peut-être plus important encore, l'emprunteur souverain court le risque de s'endetter au point que son économie peut se retrouver aux prises avec un nouvel excès de dette. Le secteur privé (les ménages et les entreprises) anticipe un relèvement des impôts imposé par le surcroît de dette

### Graphique 3 Biais domestique de la dette publique

(moyenne de la part domestique)



AT = Autriche ; BE = Belgique ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FI = Finlande ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; GR = Grèce ; IE = Irlande ; IT = Italie ; NL = Pays-Bas ; NO = Norvège ; PT = Portugal ; SE = Suède

Note : Le graphique présente les avoirs moyens en titres de dette souveraine domestique en pourcentage de la dette souveraine totale par pays au moment des stress tests des banques européennes le 31 mars 2010.

Sources : stress tests des banques européennes de mars 2010 (part domestique) et Acharya, Drechsler, Schnabl (calculs)

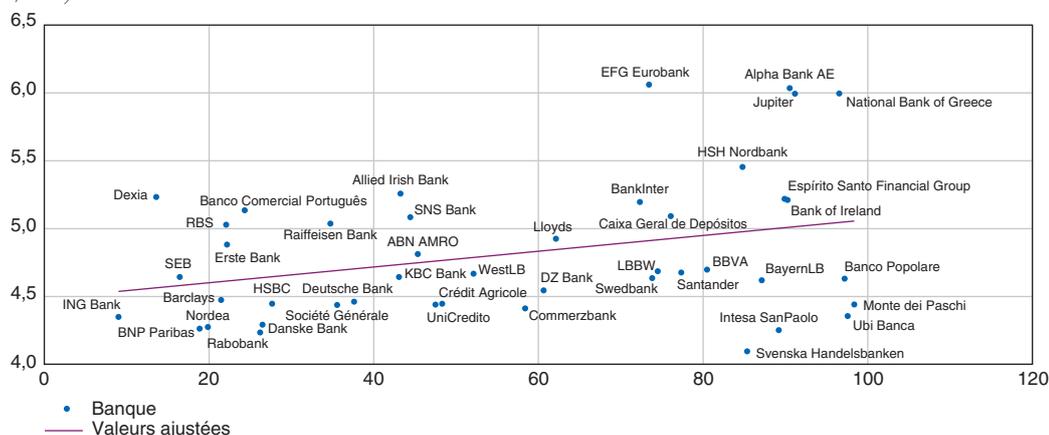
de l'emprunteur souverain. Cela réduit les bénéfices à long terme des investissements dans l'économie réelle et le capital humain. Le sous-investissement qui en résulte dans l'économie peut entraîner un ralentissement de la croissance et de la productivité de l'emprunteur souverain, en affectant son risque de crédit au travers de l'actif de son bilan. Il existe par conséquent un arbitrage entre les deux excès, et l'emprunteur souverain peut devoir « sacrifier » sa propre solvabilité pour alléger l'excédent du secteur financier. Le creusement des *spreads* souverains induits par ce « sacrifice » concorde avec les profils des graphiques 1 et 2, tout comme les révisions à la baisse des anticipations de croissance à l'automne 2008.

Cependant la détérioration de la solvabilité de l'emprunteur souverain, et donc de la qualité de sa signature, peut se répercuter négativement sur le système financier. Cet effet s'exerce en premier lieu *via* les importants encours de dette publique détenus directement par le secteur financier. Les résultats des *stress tests* publiés par les régulateurs européens en juin 2010 (concernant la situation au 31 mars 2010) montrent que pour six euros d'actifs pondérés des risques, les 91 banques européennes ayant participé aux tests détenaient en moyenne un euro d'obligations souveraines. En outre, le graphique 3 montre l'ampleur du biais domestique,

<sup>1</sup> Cf. Acharya (V. V.), Drechsler (I.) et Schnabl (P.) (2010) : *A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*, document de travail, NYU-Stern

## Graphique 4 Biais domestique de la dette publique et risque de crédit des banques

(part domestique, en %)



Note : Ce graphique établit une corrélation positive entre le biais domestique de la dette publique et le risque de crédit des banques (estimé par le logarithme népérien du swap de défaut d'une banque) au moment des tests de résistance des banques européennes le 31 mars 2010. Le biais domestique de la dette publique correspond au total de la dette publique domestique en pourcentage de la dette souveraine totale. Il recouvre toutes les banques ayant participé aux tests de résistance de 2010 et disposant de données relatives aux CDS bancaires.

Sources : Datastream (CDS bancaires), tests de résistance des banques européennes de mars 2010 (part domestique) et Acharya, Drechsler, Schnabl (calculs)

à savoir la proportion de dette souveraine détenue par les banques d'un pays donné sous forme d'obligations émises par leur propre pays. Le biais domestique sur les encours d'emprunts publics est proche de 60 % en moyenne et il est particulièrement élevé pour les banques des emprunteurs souverains en difficulté (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne et Italie). Ce biais domestique génère une forme de rétroaction de l'emprunteur souverain vers le secteur financier. Ainsi que le montre le graphique 4, la qualité de crédit des banques européennes lors des tests de résistance effectués en mars 2010 alors que les problèmes touchant la dette souveraine commençaient à se manifester, était en effet liée à l'ampleur du biais domestique (respectif).

Le second type d'effet en retour résulte du fait que le secteur financier, même en l'absence de sauvetage effectif, est perçu comme bénéficiant de garanties du souverain. Lorsque la solvabilité du souverain diminue, la valeur de ces garanties publiques explicites et implicites diminue également, ce qui a une incidence négative sur la qualité de crédit du secteur financier.

Le cas de la banque espagnole Santander fournit un exemple de l'augmentation des coûts d'emprunt supportés par une banque lorsque la valeur de ses garanties souveraines implicites se détériore. En octobre 2010, bien qu'étant la banque la plus rentable de la zone euro depuis 2007, Santander payait davantage pour emprunter que certaines de ses contreparties allemandes moins solides. En particulier, le 1<sup>er</sup> juin 2010, les obligations à long terme de Santander étaient assorties d'une notation AA et se négociaient avec une prime de CDS de 207 pb. La prime des CDS souverains de l'Espagne était de 247 pb. À la même date, la notation à long terme de la banque allemande WestLB était de BBB+ et sa prime de CDS de 158 pb, tandis que la prime des CDS souverains de l'Allemagne était de 43 pb. Ainsi, même si les notes de crédit indiquaient une rentabilité de Santander nettement supérieure à celle de WestLB, le risque de crédit de Santander était plus élevé que celui de WestLB<sup>2</sup>.

Le graphique 5 montre que ce profil concerne toute l'Europe. Nous attribuons à chaque banque le CDS souverain du pays où est implanté son siège

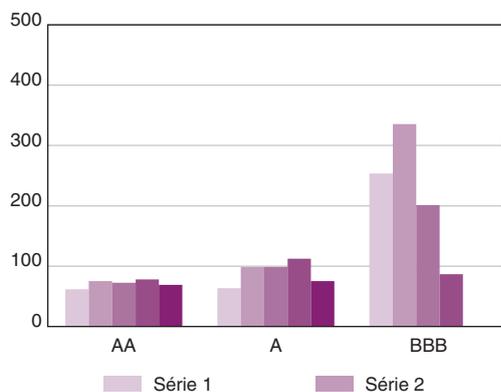
2 Pour donner un autre exemple, en septembre 2010, Santander a vendu pour 1,0 milliard d'euros (1,4 milliard de dollars) d'obligations senior à sept ans notées AA au taux de 4,125 %, dont le rendement était supérieur de 156 points de base aux taux moyens du marché. En revanche, en Allemagne, Commerzbank AG, qui a fait l'objet d'un plan de sauvetage public en 2008, a émis pour 1,0 milliard d'euros de dette senior à 10 ans notée A, assortie d'un rendement supérieur de 126 points de base au taux de référence.

## Graphique 5

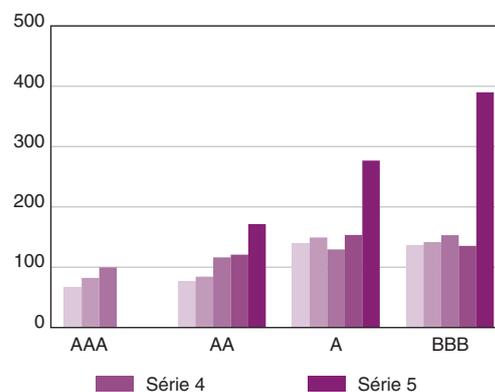
### CDS bancaires trimestriels répartis par notation et par pays pour 2008 T2 et 2010 T2

(axe des ordonnées : moyenne des CDS)

a) T2 2008



b) T2 2010



Note : Ce graphique présente la moyenne des CDS bancaires par notation et par quintile de pays pour 2008T2 et 2010T2. Nous construisons les quantiles de pays (1 à 5) sur la base des CDS souverains pour chaque trimestre. Ensuite, nous calculons la moyenne des CDS bancaires pour chaque quintile de pays et pour chaque classe de notation. La partie gauche montre que la relation entre les CDS souverains et les CDS bancaires pour une classe de notation donnée était faible au deuxième trimestre 2008. Le panneau de droite fait état d'une relation forte et positive entre les CDS souverains et les CDS bancaires au deuxième trimestre 2010.

Sources : Les données relatives aux CDS proviennent de Datastream et celles ayant trait aux notations de S&P RatingsXpress.

et répartissons les pays en cinq quintiles en fonction des CDS souverains. Ensuite, nous calculons les CDS bancaires moyens par notation et par quintile de pays. Le graphique fait ressortir que, à notations de crédit constantes, les CDS bancaires suivent une progression monotone dans les quintiles par pays, modérée pour la période antérieure aux renflouements bancaires (deuxième trimestre 2008), puis soutenue après les tests de résistance des banques européennes (deuxième trimestre 2010). En ce qui concerne les banques dont la notation de crédit est AA et A dans le quintile de pays le plus élevé (comme l'Espagne en juin 2010), les prix des CDS étaient en moyenne plus élevés que pour les banques affichant une notation BBB dans les quatre quintiles inférieurs de pays.

Nous pouvons également mesurer l'importance de la relation entre CDS souverain et CDS bancaire en fonction de la notation de crédit d'une banque. En pratique, nous utilisons des données bancaires quotidiennes individuelles pour estimer la formule suivante :

$$\log(CDS\ bancaire_{it}) = \sum_k \alpha_k Notation_{ikt} + \delta_t \sum_k \beta_k Notation_{ikt} * \log(CDS\ souverain_{it}) + \delta_t + \epsilon_{it}$$

où  $\log(CDS\ bancaire_{it})$  est le logarithme népérien des CDS de la banque  $i$  à l'instant  $t$ ,  $Notation_{ikt}$  est un indicateur variable pour la note  $k$  attribuée par Standard & Poor's (S&P) à la banque  $i$  à l'instant  $t$ ,

$\log(CDS\ souverain_{it})$  est le logarithme népérien des CDS du pays dans lequel la banque  $i$  a son siège, et  $\delta_t$  la variable des effets fixes temporels. Notre analyse est axée sur les banques établies en Europe et aux États-Unis, dont les actifs sont supérieurs à 50 milliards de dollars (d'après Bankscope) et qui ont effectué des opérations sur CDS bancaires et CDS souverains (selon Datastream). Nous limitons notre échantillon à la période postérieure aux sauvetages bancaires et considérons les banques bénéficiant des notes les plus élevées (notation *investment grade* selon S&P RatingsXpress).

Les résultats sont présentés dans le tableau ci-après. Comme le montre la colonne (1), les CDS bancaires sont plus élevés pour les banques dont la notation est plus faible. Ce résultat n'est pas surprenant et indique que les notations de crédit renseignent sur les difficultés financières des banques. Plus important, la colonne (2) montre que la relation entre les CDS bancaires et les CDS souverains est positive pour toutes les banques et statistiquement significative pour les banques dont la notation est plus faible, c'est-à-dire A ou BBB. Pour les banques dont la notation est supérieure ou égale à AA, une hausse des CDS souverains de 10 % s'accompagne d'une hausse de 1,2 % des CDS bancaires. Pour les banques affichant une notation de A ou de BBB, les hausses sont de 3,1 % et 2,6 % respectivement.

**Tableau**  
**CDS bancaires et CDS souverains**  
**par notation bancaire**

Variable dépendante	Log(CDS bancaires)	
	(1)	(2)
Notation A	0,454** (0,098)	-0,317 (0,542)
Notation BBB	0,724** (0,148)	-0,007 (0,610)
Notation (AAA ou AA) * Log(CDS souverains)		0,122 (0,111)
Notation A * Log(CDS souverains)		0,307** (0,100)
Notation BBB * Log(CDS souverains)		0,265* (0,108)
Constante	4,530** (0,072)	4,011** (0,429)
Effets fixes temporels	Y	Y
Observations	41 763	40 826
Banques	83	82
R <sup>2</sup>	0,180	0,241

*Note : Le tableau présente les régressions des CDS bancaires sur les notations et les CDS souverains pour la période comprise entre novembre 2008 et décembre 2010, à partir de données quotidiennes. L'échantillon recouvre toutes les banques dont les actifs sont supérieurs à 50 milliards de dollars d'après Bankscope, bénéficiant d'une notation élevée (investment grade) de S&P RatingsXpress et ayant effectué des opérations sur CDS selon Datastream. Les catégories de notation AAA et AA ont été omises. Les erreurs types sont concentrées au niveau bancaire : \*\* significatif à 1% et \* significatif à 5%.*

*Source : Acharya, Drechsler, Schnabl*

Ces deux formes de rétroaction, la première résultant des emprunts publics détenus directement par les sociétés financières et la seconde des garanties d'État implicites accordées au secteur financier, peuvent amener les banques à se désengager de l'intermédiation, exacerbant les risques de crédit souverains, et entraînant la croissance dans une forte spirale baissière.

**V. Acharya**  
**I. Drechsler**  
**P. Schnabl**

Cette association est donc plus forte pour les banques moins bien notées. En résumé, ces résultats indiquent qu'une hausse des CDS souverains accroît le risque de crédit des banques, indépendamment de leur notation de crédit, et que l'incidence d'une variation des primes de CDS souverains est plus importante pour les banques les moins bien notées.

## FLASH ECO

« Analyse à caractère économique ne constituant pas une prise de position. Liste complète disponible sur [www.afep.com](http://www.afep.com) »

**La fragmentation financière en zone euro**

Vendredi 28 novembre 2014

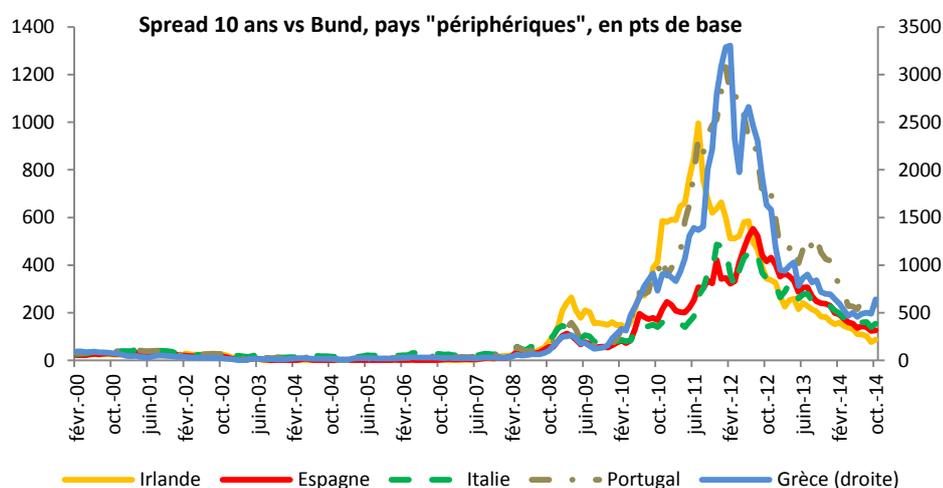
La question de la « fragmentation financière » fait l'objet d'une attention croissante dans le débat public. Comment peut-on la définir ? Comment s'est-elle manifestée au cours des années récentes ? Quels outils mettre en œuvre pour la réduire ? Telles sont les questions abordées dans le présent flash éco.

### 1. Qu'est-ce que la fragmentation financière ?

Selon une étude récente de la Banque nationale de Belgique (BNB)<sup>1</sup>, « l'intégration financière peut se définir d'un point de vue institutionnel et juridique (de jure) ou d'un point de vue factuel (de facto) » : dans le premier cas, un marché est intégré si « tous les intervenants (...) présentant les mêmes caractéristiques pertinentes : sont confrontés aux mêmes règles lorsqu'ils décident de recourir à un ensemble donné d'instruments, ont un accès égal à ces instruments, sont traités sur un pied d'égalité lorsqu'ils opèrent sur le marché ». Dans le second, ce sont les indicateurs de volume (flux d'actifs) et de prix (rendements) qui sont observés. Quelle que soit l'approche retenue, **l'intégration financière a nettement progressé au niveau mondial** au cours des dernières décennies (libéralisation des mouvements de capitaux, dérèglementation et innovation financières). En Europe, elle a avancé avec l'Acte unique (libre circulation des capitaux) puis la création de l'euro (élimination du risque de change). Formellement, la zone euro est aujourd'hui un marché financier aussi intégré que les Etats-Unis ou le Japon. Pourtant, la récente crise financière a fait apparaître des replis dans les flux de capitaux et des écarts significatifs dans les conditions de financement entre les Etats partageant la monnaie unique : à rebours de l'intégration, **la fragmentation financière peut donc avant tout se définir par opposition au processus suivi jusque-là** (voire le retour à une situation antérieure). Plus précisément, la fragmentation peut être soupçonnée lorsque, par exemple, « les différences entre les taux d'intérêt de deux instruments financiers sont imputables exclusivement au pays d'origine des émetteurs ». Toutefois, ceci n'est pas toujours aisé à établir et le diagnostic repose largement sur un **jugement normatif** (l'intégration financière est-elle synonyme d'absence totale d'écarts ? Lorsque ces derniers existent, quelle part est-elle justifiée par les sous-jacents économiques ? quelle part ne l'est pas ?)<sup>2</sup>.

### 2. De la sous-estimation des risques aux tensions : la fragmentation financière à l'œuvre

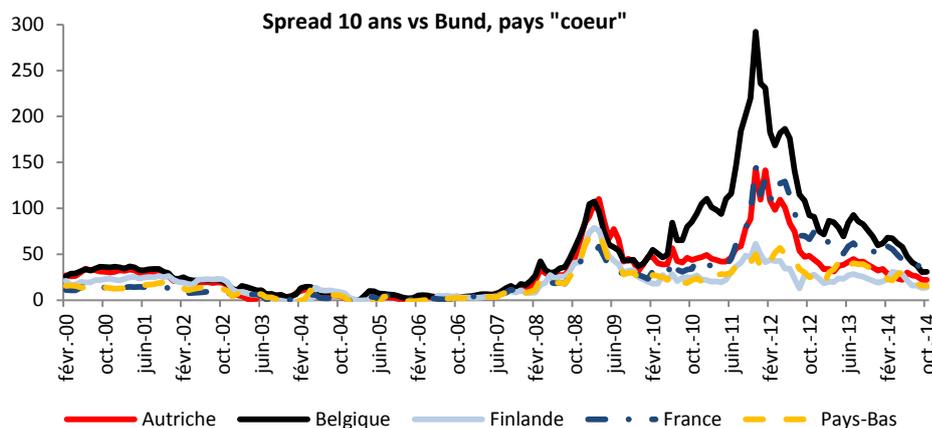
Les questions qui précèdent sont cruciales : en effet, la période allant du lancement de la monnaie unique à 2008 a vu une **compression remarquable du « spread »** (écart de taux d'intérêt sur les dettes souveraines à 10 ans) entre les différents Etats européens et l'Allemagne, point de référence historique.



Source : Afep à partir de Banque de France.

<sup>1</sup> « Intégration et fragmentation financières dans la zone euro », de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, BNB, Juin 2014.

<sup>2</sup> « How to overcome fragmentation in the European financial market », A. Dombret, Speech at the 23<sup>rd</sup> EBA, 2013.



Source : Afep à partir de Banque de France.

Concrètement, ceci veut dire que l'Etat grec empruntait sur les marchés à seulement quelques dizaines de points de base de plus que son homologue allemand en dépit de positions économiques et budgétaires très différentes. L'homogénéisation des taux d'inflation<sup>3</sup> et l'élimination du risque de change ont permis cette situation que l'étude de la BNB qualifie de « **convergence excessive** ». Un article de la BCE<sup>4</sup> parle lui de **sous-estimation** (« *underpricing* ») **du risque** qui a pu être renforcée par l'environnement prudentiel et comptable évolutif concernant les banques et les investisseurs institutionnels (achats massifs d'obligations souveraines par les fonds de pension et les compagnies d'assurance). Avec le déclenchement de la crise financière, on a assisté à un **retournement brutal** touchant principalement les pays du « Sud » et, dans une moindre mesure, ceux du « Nord » (hausse des spreads pour des pays notés AAA). Tandis que, parmi les premiers, certains étaient contraints de se retirer des marchés, d'autres - dont l'Allemagne et la France - bénéficiaient de conditions de plus en plus avantageuses (« *flight to quality* ») allant même jusqu'à des situations inédites et peu rationnelles (**taux d'intérêt négatifs** sur certains segments, i.e. l'emprunteur est « payé pour émettre des titres »).

### 3. « SMP », « OMT » : les outils utilisés

Face à une situation de **tensions extrêmes**, marquée par un risque majeur de « redénomination de la monnaie » dans certains pays (sortie de l'euro, puis conversion des actifs dans une monnaie nationale dévaluée), les politiques budgétaires ont été nettement resserrées et la politique monétaire largement assouplie. Il faut rappeler que l'évolution des taux d'emprunt souverains a un **impact décisif sur l'économie réelle** - ménages, entreprises - via les canaux des prix (l'obligation à 10 ans sert souvent de référence), de la liquidité (hausse du coût de financement des banques si les titres de dette publique sont moins valorisés) et du bilan (pertes de valorisation). La BCE a ainsi lancé en 2010 le programme pour les marchés de titres (**SMP**) consistant en un rachat d'obligations privées et publiques sur le marché secondaire avant de proposer, en août 2012, le principe d'opérations monétaires sur titres (**OMT**) sous certaines conditions. Contrairement au SMP, qui a conduit à un rachat de 211Md€ de titres de créances publics grecs, irlandais, portugais, italiens et espagnols, améliorant la liquidité et la profondeur sur ces marchés, les OMT n'ont, pour l'heure, pas reçu d'application concrète : malgré cela, la communication de la BCE à leur propos a eu des **effets positifs et rapides** sur les spreads. En effet, ces derniers ont fortement reflué depuis 2012, même s'ils restent supérieurs à leur niveau d'avant-crise.

\*\*\*

*Après la Grande récession, la crise des dettes souveraines en Europe a lourdement pesé sur la croissance et nécessité des mesures d'urgence inédites. Si la fragmentation financière née à cette époque demeure présente à un niveau d'intensité heureusement plus limité, il semble entendu que la compression des spreads d'avant-crise était artificielle et donc peu crédible sur la durée. Au-delà des initiatives prévues au niveau européen (union bancaire), la réduction de la fragmentation financière dépendra également de l'évolution de la conjoncture et des réformes dans chacun des Etats membres.*

<sup>3</sup> Il est utile de rappeler ici le critère de convergence concernant les taux d'intérêt à long terme entre Etats membres, qui ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois Etats membres présentant la plus grande stabilité des prix.

<sup>4</sup> « *The determinants of euro area sovereign bond yield spreads during the crisis* », Bulletin mensuel de la BCE, mai 2014.

## Achever l'intégration du marché des capitaux

---

**BENOÎT CŒURÉ**  
*Membre du directoire*  
Banque centrale européenne

*Dans une union monétaire, la création d'un marché unique des capitaux n'est pas simplement bénéfique, elle est aussi essentielle. Et ce qui importe n'est pas l'intensité mais la qualité de l'intégration des marchés de capitaux.*

*Après l'introduction de l'euro, on a observé une forte convergence des prix dans la zone euro, pour voir ensuite apparaître une fragmentation soudaine des marchés financiers lorsque la crise a frappé la région. La crise a montré clairement que la convergence est une évolution positive, mais n'est pas en elle-même la garantie d'une intégration financière profonde et résiliente. Celle-ci ne peut être réalisée que par la création d'une véritable union des marchés de capitaux.*

*Dans le contexte d'une union monétaire, un marché unique des capitaux a deux objectifs. Le premier consiste à améliorer ce que les économistes dénomment l'allocation de l'épargne, c'est-à-dire une répartition du crédit efficiente et indépendante de la localisation. Le second est d'améliorer la diversification, c'est-à-dire que l'intégration des marchés financiers aide les entreprises et les ménages à absorber les chocs qui les frappent. En ce sens, ce marché est complémentaire du marché unique des biens et des services, qui permet également d'améliorer l'allocation et peut réduire la probabilité de chocs locaux grâce à l'intégration des échanges.*

*En définitive, toutefois, la soutenabilité de l'intégration financière dépend également de l'intégration budgétaire et économique. Avant la crise, l'une des causes de la mauvaise allocation des ressources résidait dans les obstacles à l'accès aux marchés de produits et de services qui généraient des rentes excessives et faussaient les signaux sur les prix. Et l'effondrement des prêts transfrontières durant la crise s'est aggravé en raison de la divergence des situations budgétaires entre emprunteurs souverains. Dès lors, un marché des capitaux unique ne nécessite pas simplement une union bancaire et une union des marchés de capitaux mais aussi une coordination plus forte des politiques budgétaires et structurelles.*

La crise à laquelle la zone euro a dû faire face ces dernières années a de multiples causes. Elle est notamment imputable au manque de rigueur de la supervision et de la gestion du risque au sein du secteur financier, à des attentes trop optimistes à l'égard de la croissance économique qui ont entraîné des dépenses privées et publiques non soutenables, à une surveillance insuffisante des déséquilibres macroéconomiques et au manque fondamental de flexibilité économique des différents pays dès lors qu'ils participent à une union monétaire. Il est clair, cependant, que cette crise n'aurait jamais eu des effets aussi graves sans la forte fragmentation des marchés financiers qui a été observée en particulier, entre 2010 et 2012.

Depuis la mi-2012, selon le rapport de la Banque centrale européenne sur l'intégration financière, on a observé les premiers signes d'une défragmentation. L'intégration des marchés monétaires, obligataires et boursiers s'améliore, bien que les indicateurs restent à des niveaux dégradés par rapport à la période d'avant la crise (BCE, 2014a). Les créances et les engagements intra-Eurosystème (soldes Target) ont également reculé. Ils ressortaient au total à moins de 600 milliards d'euros à la fin de 2014, soit une baisse de près de moitié par rapport à la mi-2012. Ces évolutions sont évidemment encourageantes, mais elles amènent à poser une question : que cherchons-nous à réaliser *via* la défragmentation ?

Il est parfois tacitement admis que l'objectif est de renouer avec l'état de l'intégration financière antérieure à la crise, qui se caractérisait par une forte convergence des prix des actifs financiers libellés en euros. Les obstacles à la transmission de la politique monétaire en seraient atténués, et les entreprises et les ménages auraient plus facilement accès aux financements. Les PME portugaises pourraient emprunter au même coût que les PME allemandes, par exemple.

Nous avons néanmoins tiré une leçon pénible et douloureuse de la crise : la convergence n'est pas l'intégration.

Dans la zone euro, les flux transfrontières se sont rapidement inversés sous l'effet d'un choc majeur frappant la région, y compris sur les compartiments du marché, tels que les marchés interbancaires, où la convergence des prix était quasiment parfaite. En d'autres termes, ce n'est pas l'*intensité* mais la

*qualité* (la composition) de l'intégration financière qui compte. Et si nous voulons véritablement tirer les leçons de la crise, nous ne pouvons pas nous satisfaire d'un retour à la situation qui l'a précédée. Il faut rebâtir le système tel qu'il aurait dû être conçu pour éviter cette crise, ou du moins pour amortir les chocs économiques au lieu de les amplifier. C'est précisément ce que je souhaiterais appeler l'« union des marchés de capitaux ».

En premier lieu, il convient de réfléchir aux objectifs de l'intégration financière, qui, après tout, n'est pas une fin en soi. Il existe deux principaux objectifs. Le premier est une *allocation* efficace de l'épargne, c'est-à-dire l'absence de frictions engendrant une discrimination entre agents dans l'accès aux capitaux et dans l'investissement. Le second est une *diversification* effective, c'est-à-dire une intégration des marchés financiers qui aide les entreprises et les ménages à absorber les chocs qui les frappent.

Ce que nous visons, c'est donc la création d'un marché unique des capitaux, qui jouerait un rôle comparable au marché unique des biens et des services et qui le compléterait, permettant comme celui-ci d'améliorer l'allocation et, grâce à l'intégration des échanges, de réduire la probabilité de chocs locaux.

## 1 | L'ALLOCATION

Sur un marché unique des capitaux, le prix et la disponibilité du financement, pour toute entreprise ou tout ménage, devraient dépendre autant que possible des caractéristiques propres à cette entreprise ou à ce ménage, c'est-à-dire de sa solvabilité, et aussi peu que possible de facteurs systémiques, c'est-à-dire de son pays d'établissement. Bien sûr, certains facteurs systémiques influent inévitablement sur le prix du crédit. Par exemple, les primes de risque macroéconomique sont liées aux perspectives de l'économie nationale. Mais dans un véritable marché unique, l'incidence des primes de risque souverain ou de la fragilité des systèmes bancaires nationaux sur les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages devrait en principe être limitée.

Ainsi, dans un marché unique théoriquement parfait, il ne devrait pas se produire la situation que nous avons observée dans la zone euro ces dernières années, où la détention de la dette souveraine par les banques

et/ou la sous-capitalisation des systèmes bancaires nationaux ont créé des contraintes de financement particulières pour les PME locales. Une PME solvable qui ne pourrait pas se financer auprès d'une banque ou d'une entité non bancaire située dans son propre pays emprunterait directement à une banque ou à une entité non bancaire domiciliée dans un autre État membre. Dès lors, le fournisseur de crédit le plus efficace gagnerait des parts de marché au détriment de ceux qui se montrent moins efficaces. Il s'agit évidemment d'un idéal qui, peut-être, ne sera jamais pleinement atteint, mais la zone euro pourrait s'en rapprocher de plusieurs façons. Et, incidemment, cela montre qu'une union des marchés de capitaux ne peut avoir pour objectif de permettre aux PME portugaises d'emprunter au même coût que les PME allemandes : l'objectif doit être que les PME portugaises puissent se financer auprès des banques portugaises au même coût qu'auprès des banques allemandes si les bilans bancaires sont de qualité comparable.

Une première voie pour tendre vers cet idéal consiste à renforcer l'intégration transfrontière des banques de détail. En cas de dégradation du fonctionnement du système bancaire national, les PME peuvent très difficilement remplacer leurs emprunts locaux par des emprunts à l'étranger, car leur financement est tributaire de réseaux de relations de clientèle (*information soft*) et relève donc d'une activité intrinsèquement locale. En conséquence, pour que les PME puissent bénéficier d'un marché unique des capitaux, un accroissement des fusions et acquisitions transfrontières dans le secteur bancaire est essentiel. Les banques étrangères saines pourront ainsi pénétrer sur les marchés locaux et y concurrencer les acteurs nationaux qui manquent de capitaux ou de liquidité. À l'heure actuelle, toutefois, les succursales locales des banques étrangères ne couvrent qu'environ 20 % des marchés nationaux, en moyenne, et bien moins dans les grands pays (BCE, 2014a).

Pendant la crise, nous avons également constaté que, plutôt que d'encourager les acquisitions transfrontières, les autorités de plusieurs pays ont généralement décidé de fusionner des établissements en difficulté avec d'autres banques nationales. Il est clair que, sur un marché unique, il n'y a pas de place pour ce qu'un commentateur a qualifié de « nationalisme bancaire », c'est-à-dire la volonté de développer ou de défendre des « champions nationaux » (Véron, 2013). Tout comme la localisation ne devrait pas compter pour les emprunteurs,

elle ne le devrait pas non plus pour les prêteurs. Les banques européennes doivent financer l'économie européenne.

Une deuxième voie pour se rapprocher d'un véritable marché unique passe par l'approfondissement de l'intégration des marchés de capitaux dans la zone euro. L'Europe restera financée par les banques car elle n'est pas dotée d'un ensemble d'institutions compatibles avec une allocation de l'épargne reposant entièrement sur le marché, par exemple des régimes de retraite par capitalisation. Néanmoins, sur un marché des capitaux unique, il serait souhaitable que le dosage de financement soit *in fine* diversifié et concurrentiel, de sorte que, si le financement bancaire devenait trop onéreux ou rare, le financement non bancaire puisse s'y substituer efficacement.

Il pourrait en découler, entre autres, un recours accru aux marchés obligataires, aux placements privés, à la titrisation ou aux prêts directs par les investisseurs en capital-investissement ou les investisseurs institutionnels. La politique publique n'a pas pour rôle de choisir entre différentes formes de financement, mais plutôt de leur permettre d'être en concurrence et d'instaurer le cadre réglementaire approprié, notamment pour éviter que l'expansion du système bancaire parallèle (*shadow banking*) n'entraîne un nivellement par le bas de la gestion du risque et de la protection des investisseurs : fondamentalement, ce devrait être au marché de déterminer la combinaison la plus efficace des mécanismes d'intermédiation. Or, actuellement, dans la plupart des pays, les conditions ne permettent pas à d'autres formes de financement de concurrencer efficacement les banques, ce qui empêche l'apparition d'une structure de marché optimale.

## 2 | LA DIVERSIFICATION

Le second objectif d'un marché unique des capitaux, la diversification, est crucial dans une union monétaire. Étant donné que les États ou les pays membres de l'union monétaire qui ont subi un choc local ne peuvent pas procéder à un ajustement externe (*via* le cours de change nominal), ils doivent réaliser un ajustement interne (*via* les prix). Cependant, ce dernier sera toujours plus lent que si l'ajustement instantané des prix relatifs était possible à travers une dévaluation.

Voilà pourquoi, au-delà de la nécessité d'une plus grande flexibilité nominale *au sein* des pays (Cœuré, 2014a), le partage des risques *entre* les pays est essentiel pour réduire les coûts d'ajustement de ces pays et éviter que les récessions ne laissent des cicatrices profondes et durables. C'est particulièrement important dans la zone euro, où, en l'absence de transferts budgétaires permanents entre États membres, le partage des risques privé joue un rôle encore plus important (Draghi, 2014). En d'autres termes, le marché unique des capitaux n'est pas seulement souhaitable : c'est un véritable impératif. Ce serait un facteur fondamental de stabilisation à l'intérieur de l'union monétaire.

La plupart des études consacrées au partage des risques dans la zone euro indiquent que les marchés financiers offrent peu de protection contre les chocs transfrontières en temps normal, du moins par comparaison avec les États-Unis. Dans ce pays, d'après les estimations, environ les deux tiers d'un choc seraient lissés par les marchés des capitaux et de dette (Asdrubali, Sørensen et Yosha, 1996). En Europe, même si le partage des risques semble s'être amélioré durant la période qui a précédé la crise, diverses études montrent qu'il s'est effondré à l'échelle transfrontière (Van Beers, Bijlsma et Zwart, 2014 ; FMI, 2013).

Cette situation est en partie imputable à la fragmentation des marchés de dette dans la zone euro, qui réduit la capacité des entreprises et des ménages à lisser tout effet négatif sur leur revenu en anticipant leur consommation. Mais elle s'explique aussi par le sous-développement de deux grands canaux transfrontières privés de partage des risques : *la détention transfrontière de titres et l'assurance transfrontière*.

Premièrement, dans la zone euro, la proportion relativement faible de titres détenus par-delà les frontières ne favorise guère le partage des pertes entre pays, tout particulièrement en ce qui concerne les actions. Non seulement les entreprises européennes préfèrent généralement se financer par l'endettement plutôt que par l'émission d'actions (Fatica, Hemmelgarn et Nicodème, 2012), ce qui se prête moins à l'absorption de pertes, mais la détention de ces actions présente également un biais national prononcé. Seulement 44 % des actions cotées émises dans la zone euro sont détenues par des résidents d'autres pays de cette zone (BCE, 2014a). C'est

environ deux fois moins que ce à quoi l'on pourrait s'attendre sur un marché entièrement intégré, et ce taux est plus modeste encore pour les actions non cotées, signe de la fragmentation des marchés du capital-risque et du capital-investissement en Europe.

Le faible niveau d'intégration des banques de détail est également un facteur important dans ce contexte : alors que les banques internationales, en particulier celles opérant au moyen de succursales, peuvent en principe compenser les pertes subies dans un pays par les bénéfices réalisés dans d'autres pays, les banques nationales sont, elles, exposées à une concentration des risques (Gros, 2012).

Deuxièmement, l'assurance transfrontière privée, qui est principalement de nature bancaire, était quasiment inexistante dans la zone euro quand la crise financière est survenue. Certes, il existait des fonds de résolution financés par les banques, mais ces fonds n'étaient pas partout préfinancés, et il n'y avait aucun mécanisme permettant des prêts transfrontières entre autorités. Les pertes dépassant les ressources des fonds nationaux sont apparues *in fine* au bilan des États. Dans la mesure où ces dépenses budgétaires ont renchéri le financement des administrations publiques, l'insuffisance de dispositifs d'assurance privée a aussi fait peser une charge excessive sur les politiques budgétaires au moment où celles-ci étaient les plus nécessaires pour soutenir la croissance, ce qui a accentué l'instabilité au niveau national (Martin et Philippon, 2014).

Aux États-Unis, en revanche, l'assurance privée contre les crises bancaires, organisée à l'échelle fédérale, s'est révélée d'un excellent rapport coût-efficacité. Ainsi, entre 2007 et 2013, l'Agence de garantie des dépôts bancaires (FDIC) a restructuré des actifs bancaires représentant près de 1 900 milliards de dollars et enregistré des pertes limitées à 33 milliards de dollars (lesquelles seront en fin de compte recouvrées auprès du secteur bancaire national).

### 3 | L'INTÉGRATION BANCAIRE

Comment s'acheminer vers un véritable marché unique des capitaux ? Si l'intégration est en définitive un processus conduit par le marché, la politique publique joue, à l'évidence, un rôle clé en instaurant les conditions propices à son développement.

Citons le rapport Lamfalussy de 2001 : « *L'Union européenne n'a pas un droit divin à bénéficier des avantages d'un marché financier intégré. Elle doit construire celui-ci.* » (Comité des sages, 2001).

La première étape consiste à mettre en place les institutions appropriées au niveau du marché, ce qui, pour le secteur bancaire, passe par l'Union bancaire. Le Mécanisme de surveillance unique (MSU) supervise les banques de la zone euro depuis le 4 novembre 2014, et le Mécanisme de résolution unique (MRU) est entré en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Un système unique de garantie des dépôts devrait être créé un jour, mais ce n'est plus aussi urgent maintenant que la réforme du secteur financier et les règles de renflouement interne ont rendu les dépôts garantis plus sûrs.

Le régime européen de supervision et de résolution contribuera en lui-même à la création du marché unique des capitaux. Concernant l'allocation, dans la mesure où la fragmentation est due au manque de confiance dans les niveaux de capitalisation publiés par les banques et à la non-comparabilité des principaux indicateurs entre pays, tels que les créances douteuses, le MSU devrait accroître la confiance des investisseurs en créant un environnement transparent et homogène. Ce processus est déjà amorcé avec l'évaluation complète des bilans bancaires réalisée en 2014 par la BCE.

Dans le même temps, on s'attend à ce que le nouveau cadre de résolution des banques améliore la discipline du marché. Étant donné que le renflouement interne (*bail-in*) fait disparaître la garantie implicite de l'État sur la dette bancaire, les actionnaires et les créanciers seront probablement plus attentifs à la soutenabilité des modèles d'activité des banques, ce qui, à moyen terme, devrait déboucher sur des prêts plus productifs et moins risqués (Cœuré, 2013).

En termes de diversification, le nouveau cadre de résolution offre deux nouveaux canaux d'assurance privée. Premièrement, le régime de renflouement interne reporte le coût des défaillances bancaires vers ceux qui doivent le supporter : les actionnaires et les créanciers privés. Alors que le renflouement externe (*bail-out*) relève des autorités du pays de résidence,

le renflouement interne peut répartir les pertes entre les pays, pour autant qu'une partie des actions et de la dette soit détenue à l'étranger. Il est donc important que la directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires (BRRD), que la BCE a soutenue vigoureusement, prévoit un dispositif exhaustif pour le traitement des établissements défaillants, notamment des procédures claires et un ordre de priorité adéquat des créanciers pour le renflouement interne.

Deuxièmement, le fonds de résolution permet le partage des coûts de résolution dans tout le secteur bancaire de la zone euro, car (après une période transitoire de huit ans) son financement *ex ante* et *ex post* proviendra des contributions de l'ensemble du secteur. Tout emprunt souscrit par ce fonds pour compléter ses ressources serait aussi de l'assurance privée, les dépenses étant à l'avenir recouvrées au moyen de prélèvements supplémentaires sur le secteur bancaire.

Néanmoins, l'effet le plus important de la mise en place d'un régime de supervision et de résolution au niveau du marché unique pourrait être un « effet de second tour » à travers les incitations à renforcer l'intégration de l'activité de banque de détail dans la zone euro. Il existe de solides arguments économiques en faveur de la rationalisation d'un secteur bancaire européen généralement considéré comme surdimensionné par rapport à la taille du marché.

Ainsi, l'indice de concentration d'Herfindahl-Hirschman<sup>1</sup> avoisine actuellement 700 pour la zone euro. En règle générale, une valeur inférieure à 1 000 est le signe d'une faible concentration (BCE, 2014b), ce qui suggère que ce secteur n'opère pas à la frontière efficiente et que, par conséquent, l'intégration transfrontière peut procurer des gains d'efficacité. Aux États-Unis, on a pu constater que ces gains étaient substantiels, notamment au niveau des technologies de l'information et des frais généraux des entreprises (Kovner, Vickery et Zhou, 2014).

L'absence de rationalisation à ce jour s'explique par plusieurs facteurs, dont, à l'évidence, la fragmentation du régime de supervision et de résolution. De fait,

<sup>1</sup> L'indice d'Herfindahl-Hirschman (IHH) est défini comme la somme des carrés des parts de marché de toutes les entreprises d'un secteur. Ces parts de marché sont exprimées sous forme de fractions. En règle générale, un IHH inférieur à 1 000 correspond à une faible concentration, et un IHH supérieur à 1 800 à une forte concentration. Dans le cas d'une valeur comprise entre 1 000 et 1 800, on considère que le secteur est modérément concentré.

elle augmente les coûts d'entrée pour les banques transfrontières et réduit les synergies économiques associées à l'intégration en empêchant les groupes bancaires de mutualiser leur liquidité et leurs capitaux.

Par exemple, d'après les travaux de recherche, la faiblesse des fusions et acquisitions avant la crise s'expliquait largement par l'opacité des procédures d'agrément prudentiel (Carletti, Hartmann et Ongena, 2007). L'économie des transactions pâtissait également des coûts de conformité élevés imputables à la diversité des ensembles de règles nationales et aux interactions avec plusieurs autorités différentes (BCE, 2007), même si la nouvelle directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV) a instauré des règles égales pour tous dans nombre de ces domaines<sup>2</sup>. De surcroît, par le passé, les pays d'Europe avaient tendance à fusionner les établissements bancaires défaillants plutôt qu'à les soumettre à un régime de résolution, ce qui a réduit l'espace disponible pour les nouveaux entrants : aujourd'hui, chaque année, seule une poignée de nouvelles banques entre sur les marchés nationaux.

Dans ces conditions, la mise en place de l'Union bancaire devrait produire un effet catalyseur et faciliter l'internalisation des externalités associées au cantonnement (*ringfencing*) de la liquidité et des fonds propres des banques. Avec le MSU et le nouveau cadre de résolution, il n'y aura plus de pays « d'origine » et de pays « d'accueil » à l'intérieur des frontières de l'Union bancaire, les pratiques prudentielles seront progressivement harmonisées, et les obstacles à l'entrée et à la sortie des marchés nationaux devraient donc disparaître. En outre, la fongibilité des bilans des groupes bancaires transfrontières augmentera peu à peu, avec une liquidité et des capitaux qui pourront être gérés au niveau du groupe, ce qui rehaussera l'attrait d'une activité à l'échelle européenne.

En tant qu'autorité prudentielle, la BCE devrait avoir pour priorité la libre allocation des capitaux et de la liquidité dans toute l'Union bancaire. Il convient néanmoins d'admettre que certains obstacles ne sont pas de nature prudentielle, mais liés, par exemple, aux règles nationales de protection des déposants.

Il pourrait être justifié d'examiner ces « obstacles non prudentiels » lorsque la BCE aura acquis une certaine expérience en qualité de superviseur unique. Il faudrait également qu'elle reste consciente que la levée du cantonnement *au sein* de l'Union bancaire ne devrait pas entraîner la levée du cantonnement *autour* de l'Union bancaire d'une manière qui serait préjudiciable au Marché unique.

Toutes ces mesures devraient abaisser sensiblement le coût d'activité pour les banques transfrontières et accroître l'efficacité sectorielle. En effet, la seule existence du MSU pourrait entraîner des restructurations, les banques cherchant à réduire leurs marges en prévision de l'intensification de la concurrence dans la zone euro. Ce phénomène s'ajoutera aux pressions concurrentielles liées à l'expansion de la banque en ligne.

Les autorités devraient toutefois reconnaître la nécessité d'un compromis entre les bienfaits de l'intégration de la banque de détail et les risques systémiques associés à la taille. Nous ne voulons pas passer d'une concentration insuffisante du secteur à un paysage bancaire qui serait dominé par les grands établissements car, en définitive, une telle situation ne serait propice ni à une allocation efficiente ni à une diversification réelle. Les analyses récentes consacrées à la période antérieure à la crise indiquent que, lorsque le pouvoir de marché des banques devient excessif, les PME peinent encore plus à se financer (Ryan, O'Toole et McCann, 2014). Et l'on sait que des banques qui deviennent « trop grandes pour faire faillite » (*too-big-to-fail*) peuvent, au lieu de diversifier les risques, finir par les concentrer, dans le pire des cas au bilan de l'État.

La solution réside dans l'emploi efficace des nouveaux instruments de régulation dont disposent les autorités, tels que le « coussin de risque systémique », afin que la taille ne génère pas un risque systémique. Le ratio de levier sera, lui aussi, un filet de sécurité important. Et, si elles sont mises en œuvre, les réformes structurelles du secteur bancaire devraient instaurer une distance entre activités de dépôt et activités de marché, ce qui protégera davantage les déposants et facilitera la résolution des grandes banques complexes.

(...)

<sup>2</sup> La CRD IV décrit le cadre de l'agrément bancaire. Sa transposition dans le droit national peut se traduire par des spécificités mineures, mais, en principe, des règles égales pour tous les acteurs s'appliqueront à la délivrance des agréments bancaires.

## A consistent strategy for a sustained recovery

Lecture by Mario Draghi, President of the ECB, at Sciences Po, Paris, 25 March 2014

(...)

The early phase of the crisis followed roughly the same pattern across advanced economies. Most had been through a long period of excessive debt accumulation, with private debt levels in several jurisdictions reaching historical highs. In some countries this fuelled over-investment in unproductive sectors, including real estate, which is the sector associated with most of the severe financial crises in history. The mirror image of this development was a credit bubble in the banking sector, as banks financed both housing supply, i.e. loans to real estate developers, and housing demand – that is, mortgages.

When the crisis broke out, this debt build-up quickly became a debt overhang. Many advanced economies entered a prolonged period of deleveraging as firms, households and banks attempted to reduce their debt levels. For firms, this meant less investment. For households, less consumption. And for banks, less credit. Moreover, the collapse of Lehman Brothers sent shockwaves through the global financial system leading to an unprecedented rise in uncertainty and risk aversion. This led to a further retrenchment in investment, trade and hiring and a globalised “Great Recession”. Government budgets went deep into deficit to offset this massive shock to nominal spending.

These events were not only shared across major economies, but they were also largely consistent with historical experience. There have been several episodes in economic history of large build-ups followed by periods of debt deleveraging. Serious financial crises tend to be followed by slow economic recoveries.

Nevertheless, by mid-2010, most advanced economies were showing signs of returning to growth, albeit at a slow pace. At this point, however, the trajectory of the euro area departed from others. While the recovery gained ground in the US in particular, the euro area entered into a second recession that lasted until the second quarter of 2013. Why did this divergence happen?

For two reasons that were specific to the euro area. First, the sequencing of policy responses after the first bail-out for Greece aggravated concerns about bank and sovereign debt sustainability. Second, these concerns interacted with an incomplete institutional framework in a self-reinforcing way.

In addressing the situation in mid-2010 – and with the benefit of hindsight – one could have legitimately expected the following sequence of actions. First, agree on a solid backstop for dealing with sovereign and banking sector problems. Thereafter, conduct a stress test and recapitalise banks where necessary. Then, with banks in a stronger position to absorb losses and a sovereign backstop in place, construct a consistent framework for dealing with sovereigns with excessive debt. Finally, apply that framework to countries that were deemed to need it. For example, this sequence from backstop to stress test to recapitalisation was applied in the US, once the lessons from the Lehman Brothers shock had been drawn, and it accelerated the clean-up of the country’s banking system.

However, in 2010 and 2011 it was almost the reverse sequence that took place in the euro area. The Deauville agreement on private sector involvement in October 2010 and the Greek debt

restructuring in July 2011 were announced while an effective backstop for solvent governments was still being constructed. And the initial stress testing of banks in 2011 and the capital raising exercise in October that year were conducted without any clear backstop for solvent banks. The effect was to cause many banks and some governments to come uncomfortably close to losing market access, or to lose it altogether. As a consequence, instead of acting as a shock absorber, both banks and governments began to act pro-cyclically.

This situation then interacted negatively with two features of the euro area's institutional structure.

The first was the euro area's incomplete financial integration. While prices had converged in many asset classes prior to the crisis, it turned out that the euro area had not in fact created the conditions for deep cross-country financial integration. Integration was largely based on short-term interbank debt, rather than on equity or direct cross-border lending to firms and households, and under stress it quickly unravelled. Indeed, the build-up of financial imbalances in the euro area periphery had in part been financed by short-term lending from banks in the core. Those banks then quickly reversed their exposures in what amounted to a "sudden stop", analogous to crises experienced by emerging economies. This contributed to the fragmentation of the euro area banking sector and economy along national lines, a phenomenon which had not been visible in the early stages of the crisis.

The second feature was the euro area's fiscal framework, which was not strictly enforced. That framework was explicitly designed to ensure fiscal responsibility, with two resulting benefits. First, if strictly applied, it would create fiscal space *ex ante* for governments to absorb exceptional shocks, such as the one experienced worldwide. And second, by anchoring confidence in the medium-term soundness of public finances, it would allow governments to run those counter-cyclical policies while retaining market access. In such a situation, there is no need for fiscal risk-sharing or a fiscal backstop.

Yet, as the fiscal framework was not strictly enforced, the two benefits were reversed: a number of governments either did not have the fiscal space to absorb the shock they faced in the early stage of the crisis (consider Belgium or Italy); or they were unable to maintain the trust of the market while doing so (consider Portugal or Ireland). Fiscal policy in these countries therefore had to switch from providing a counter-cyclical buffer to convincing investors of debt sustainability.

(...)

### **The beginnings of a consistent strategy**

What happened at this time was that European policymakers acknowledged the need to complete the euro area's institutional architecture, the initial stage of which was setting up the banking union. And in doing so, they initiated what I believe was the necessary first step of a consistent strategy for a sustained recovery.

(...)

### **Restoring the singleness of money**

Money, it has to be remembered, is a liability of the banking system. Banknotes represent only a fraction of the money we use daily. The bulk of money is deposits, which are a liability of

commercial banks. So for there to be a truly single money among sovereign countries, there has to be fungibility of deposits across borders.

Yet, this fungibility came under threat during the crisis. It was threatened initially by the fragmentation of financial markets in the euro area, and then exacerbated by the emergence of redenomination risk in financial prices. Those unfounded fears of redenomination put price stability at risk, which the ECB had to alleviate through the creation of its Outright Monetary Transactions (OMT) programme. Our actions underlined the irreversibility of the single currency and were decisive in restoring confidence.

But the underlying drivers of fragmentation still remained, especially the emergence of credit risk premia at the national level that mirrored the perceived credit risk of sovereigns, in particular after the Greek debt restructuring. This link between sovereign and bank risk reflected, first and foremost, the perception that the ultimate guarantor of deposits in the banking system is the state. Hence, where perceptions of sovereign creditworthiness diverged, so did confidence in their respective banking systems.

In essence, what these developments were highlighting was that we did not have a truly single banking system in the euro area; we had a juxtaposition of national banking systems, which is why they fragmented so easily. To ensure that the single currency truly is single, therefore, the only realistic option was to bring together those national systems into one single system, so that the fungibility of deposits was re-established. This is where the banking union comes in.

Banking union means three things: it means a single supervisory framework that minimises equally the risk that a euro area bank takes excessive risk and runs into failure. It means a single resolution framework, so that if a bank does still fail, it can be resolved in the same way, with limited use of taxpayer money, irrespective of where the bank is located or the fiscal strength of its government. And it means a system of deposit protection that provides depositors with equal confidence that their deposits are safe, regardless of jurisdiction.

We are now well advanced in the process of unifying the banking system in this way. The Single Supervisory Mechanism (SSM) will begin operating in November. A deal was reached last week on a Single Resolution Mechanism and Single Resolution Fund. And a harmonised approach to the level and funding of deposit guarantee schemes across the euro area has been agreed, as a first step towards a single deposit guarantee scheme. Deposits of individuals and small- and medium-sized enterprises (SMEs) will also have seniority in any future bank resolutions. Together, this goes a long way towards creating a genuine banking union, although some important details, such as the backstop for European resolution financing, still need to be clarified.

By reinforcing the singleness of money, the banking union provides the conditions for a lasting reintegration of the single financial market. It is therefore a pre-requisite for the recovery. It does not, however, by itself generate a recovery, nor does it put banks in a position to properly support that recovery. This brings me to the second step in the sequence of events required to achieve that goal: the role of the SSM in cleaning up the banking system.

(...)

## Europe bancaire : l'Union fait-elle la force ?<sup>1</sup>

Céline Antonin et Vincent Touzé

L'Union bancaire, qui va être progressivement mise en place à partir de novembre 2014, s'inscrit dans un lent processus européen d'intégration financière.

Les prémisses de l'Europe bancaire et financière figuraient déjà dans le traité de Rome (1957). Outre la libre circulation des marchandises, ce dernier prévoyait les libertés d'établissement, de prestation de service ainsi que de circulation des personnes et des capitaux (article 67). Ces libertés fondamentales ont constitué un terreau favorable à l'émergence d'un marché bancaire et financier européen. Il faudra toutefois attendre l'Acte unique européen de 1986, suivi de la directive de 1988, pour que l'article 67 entre en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 1990.

Parallèlement, à partir de 1974, le Comité de Bâle a défini la base d'une réglementation bancaire prudentielle internationale, progressivement adoptée au niveau européen avec les normes Bâle I de 1988 (quelques pays), Bâle II de 2004 (norme adoptée sous la forme d'une directive européenne) et désormais Bâle III de 2010 (adoption d'une directive européenne et d'un règlement européen pour une mise en place à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2014).

Née de la crise, l'Union bancaire s'organise autour de trois piliers. Elle modifie l'architecture bancaire en zone euro et consacre la logique de renflouement interne (*bail in*) des banques. En ce sens, elle offre des solutions nouvelles. Toutefois, elle laisse des zones d'ombre et la solidarité européenne née de l'Union bancaire pourrait être insuffisante pour répondre à des chocs majeurs.

### Une crise financière qui a fragilisé les banques européennes

La crise financière de 2008 a fortement mis à mal le système bancaire européen (Shambaugh, 2012 ; Antonin et Touzé, 2013a). Elle en a révélé plusieurs fragilités.

---

1. Cette note a été réalisée dans le cadre de l'étude spéciale intitulée « Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? », à paraître dans la *Revue de l'OFCE*, n° 136, sous la direction de Xavier Timbeau.

Tout d'abord, l'Europe bancaire apparaît comme la juxtaposition de systèmes aux caractéristiques éminemment nationales avec des dépôts principalement possédés par des résidents et des crédits bancaires classiques essentiellement accordés aux résidents. L'Allemagne (7 827 milliards d'euros d'actifs en 2013), la France (8 073 milliards d'euros) et le Royaume-Uni (9 266 milliards d'euros) sont aujourd'hui les trois poids lourds de l'Europe bancaire (tableau 1). Au nom du principe de subsidiarité (Aglietta, 2012), ces marchés sont restés organisés sous la surveillance d'un superviseur national. Cette segmentation des marchés bancaires ne facilite pas l'émergence d'un consensus européen pour aider les banques en difficulté au niveau communautaire ; en effet, soutenir une banque implique d'aider un pays, et d'aucuns considèrent que cela s'apparente à du fédéralisme budgétaire. La décentralisation de la supervision, décrite par certains dès l'adoption de l'euro (Couppey-Soubeyran et Sessin, 2000), a révélé des failles. Par exemple, elle a conduit à des différences de pratique dans la surveillance prudentielle<sup>2</sup>. En outre, les autorités nationales ont une action qui s'arrête aux frontières.

Pourtant, les systèmes bancaires nationaux sont aussi très interconnectés *via* les crédits accordés par les filiales étrangères, la mondialisation des marchés financiers (notamment celui du crédit interbancaire), la gestion spéculative d'une partie des fonds propres des banques, les activités d'achat et vente de produits financiers complexes ainsi que les activités de banques d'affaires.

(...)

Globalement, les 30 premières banques européennes détiennent des actifs investis à 53 % au niveau national, à 23 % dans les autres pays européens et à 24 % en dehors de l'Europe.

La crise financière née aux États-Unis a rapidement et facilement contaminé les marchés bancaires nationaux européens et engendré des mécanismes de propagation assez complexes, révélant la forte interdépendance des économies européennes. Avant et pendant la crise, les superviseurs nationaux n'ont pas été en mesure d'intégrer correctement les interconnexions internationales des institutions financières (Barbu et Boitan, 2013). En pratique, ils font face à des limites de juridictions qui leur interdisent « *de collecter par-delà les frontières nationales les informations et données indispensables pour effectuer une évaluation exhaustive des risques pesant sur une banque ou un groupe d'établissements* » (Fahrenschon, 2013).

---

2. Ces différences se constatent notamment dans les différences de définition des prêts non performants entre pays européens, rendant toute comparaison difficile (Barisitz, 2013).

Ce constat conduira à la création en 2011 d'une première autorité bancaire européenne : l'Autorité bancaire européenne (ABE).

Dans ce contexte, le marché interbancaire européen s'est révélé très fragile et a vu son activité se réduire considérablement dès lors que la confiance mutuelle entre banques a été rompue. Afin d'éviter une crise de liquidité et un *credit crunch*, la BCE a joué son rôle de prêteur en dernier ressort en se substituant au marché interbancaire et en offrant un accès plus aisé aux liquidités (Touzé, 2012 ; Reichlin, 2014). En retour, les banques privées en ont profité pour accroître leurs réserves non-obligatoires auprès de la BCE.

**Tableau 2. Expositions extérieures des 30 premières banques européennes en 2011**

	Actif total (en milliards d'euros)	Ventilation			Banques
		Economie nationale	Reste de l'Europe	Reste du monde	
<b>Banques globales</b>	2 164	34 %	32 %	34 %	HSBC (Royaume-Uni), Barclays (Royaume-Uni), Deutsche Bank (Allemagne), UBS (Suisse), Credit Suisse Group (Suisse), Standard Chartered (Royaume-Uni)
<b>Banques régionales</b>	6 491	3 8%	4 6 %	16 %	BNP Paribas (France), Banco Santander (Espagne), UniCredit (Italie), ING Bank (Pays-Bas), Nordea Group (Suède), Danske Bank (Danemark), Erste Group (Autriche)
<b>Banques semi-internationales</b>	4 061	66 %	17 %	18 %	Royal Bank of Scotland (Royaume-Uni), Banque Populaire CdE (France), Rabobank Group (Pays-Bas), BBVA (Espagne), Commerzbank (Allemagne), KBC Group (Belgique), DNB Group (Norvège), Landesbank Baden-Württ (Allemagne).
<b>Banques domestiques</b>	5 439	82 %	11 %	7 %	Crédit Agricole (France), Lloyds Banking Group (Royaume-Uni), Société Générale (France), Intesa Sanpaolo (Italie), Credit Mutuel (France), CaixaBank (Espagne), ABN Amro Group (Pays-Bas), Allied Irish Banks (Irlande), Bayerische Landesbank (Allemagne).
<b>Ensemble</b>	18 155	57 %	27 %	16 %	

Source : Calculs des auteurs d'après Schoenmaker et Peek (2014).

La crise a contribué à renforcer le cloisonnement des marchés intra-européens du crédit avec, d'un côté, les pays à faibles risques souverains et bancaires et, d'un autre côté, les pays à risques élevés. Ce cloisonnement est particulièrement visible au niveau du système de paiement de la zone euro (TARGET2) qui gère une plateforme unique partagée entre les différentes banques centrales participantes. Depuis la crise, on observe une claire dichotomie entre deux groupes de pays (Cour-Thimann, 2013 ; Reichlin, 2014) : les pays ayant une position crédi-trice (notamment l'Allemagne, la Finlande, le Luxembourg et les Pays-Bas) et les pays ayant une position débitrice (notamment la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal et l'Espagne). Cette défiance généralisée s'illustre également par la baisse des financements des banques européennes vers les économies à risque (Antonin et Touzé, 2013).

Par ailleurs, en réponse à la crise bancaire majeure de 2009, les réponses européennes ont été peu coordonnées, alors que l'origine de la crise était commune (effondrement des crédits *subprime*) et les interconnexions nombreuses. Les réponses nationales se sont appuyées sur quatre types d'instruments (tableau 3) :

**Tableau 3. Poids des engagements des gouvernements en faveur des banques en pourcentage du PIB européen**

En %

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Garantie sur les passifs</b>	3,20	7,08	6,52	4,66	3,82
<b>Recapitalisation</b>	1,55	0,74	0,74	0,25	0,70
<b>Mesures de sauvetage des actifs</b>	0,08	0,67	0,44	0	0,27
<b>Soutien direct de la liquidité</b>	0,18	0,59	0,51	0,48	0,33
<b>Total</b>	5,00	9,10	8,20	5,40	5,10

Source : Commission européenne, DG concurrence.

(i) *Garantie sur les passifs* : elle consiste pour les États à apporter une garantie publique sur certains actifs. Après un pic de 835,8 milliards d'euros en 2009 (7,1 % du PIB 2012 de l'UE), l'encours des garanties s'est réduit à 492,3 milliards d'euros en 2009 (3,8 % du PIB 2012 de l'UE). Particulièrement exposé à la crise bancaire, l'État irlandais a garanti des passifs bancaires jusqu'à 173,8 % de son PIB en 2009.

(ii) *Recapitalisation* : l'État renforce les fonds propres des banques en achetant des actions ou des obligations bancaires. Le Royaume-Uni (82 Mds €), l'Allemagne (64 Mds €), l'Irlande (63 Mds €) et l'Espagne (60 Mds €) ont eu un important recours à la recapitalisation.

(iii) *Mesures de sauvetage des actifs* : l'État rachète des actifs toxiques.

(iv) *Soutien direct de la liquidité* : les gouvernements ont eu peu recours à cet instrument qui est dévolu à la Banque centrale.

Plusieurs pays n'ont pas été en capacité de faire simultanément face à une crise bancaire et à une crise de la dette souveraine. En Grèce et au Portugal, la dérive des finances publiques s'est répercutée sur le système bancaire. En Irlande,

en Espagne ou à Chypre, c'est la crise bancaire qui s'est répercutée sur les finances publiques. Au niveau national, l'une des réponses a été la création de structures de défaisance (NAMA en Irlande, Sareb en Espagne, scission de la banque Laïki à Chypre) pour purger les banques des actifs non performants. Au niveau de la zone euro, la réponse communautaire a été de mettre en place un fonds de financement, le mécanisme européen de stabilité (MES). Ce dernier a succédé à deux programmes temporaires (FESF et MESF). Six pays européens y ont eu recours : Chypre, la Grèce, l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et la Roumanie.

À la suite du sommet européen de juin 2012 est né le projet d'Union bancaire. L'idée de l'Union bancaire est née d'une triple nécessité : briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine en permettant une recapitalisation directe des banques en difficulté par le mécanisme européen de stabilité ; prévenir les paniques bancaires ; éviter la fragmentation des marchés bancaires en zone euro.

### **L'Union bancaire s'organise autour de trois piliers**

1. Le premier pilier est le mécanisme de supervision unique (MSU), dont la mise en place repose sur trois textes<sup>3</sup>. Le règlement du 3 novembre 2013 confie la surveillance prudentielle du système bancaire à la Banque centrale européenne à compter du 4 novembre 2014. L'article 6 du règlement précise que la nature de cette supervision dépend de la taille de l'établissement bancaire, ainsi que de son importance pour l'économie de l'État participant, et de l'importance de ses activités transfrontalières. On distingue ainsi :

— *Les établissements « importants », directement supervisés par la BCE*

Sont considérés comme « importants » les établissements remplissant au moins l'une de ces 4 conditions : 1) détenir un total d'actifs supérieur à 30 milliards d'euros ; 2) détenir un total d'actifs supérieur à 20 % du PIB de l'État membre ; 3) être considéré comme important par l'autorité compétente nationale ; 4) avoir demandé ou reçu directement une aide financière au FESF ou du MES.

Nonobstant ce critère, le MSU couvrira au moins trois banques par pays. Environ 130 groupes bancaires dans l'ensemble de la zone euro seraient concernés, soit presque 85 % de l'ensemble des actifs bancaires de la zone euro, mais dans des proportions diverses selon les pays.

— *Les établissements « moins importants », dont la supervision continue d'être assurée par les autorités nationales, mais sous le contrôle et dans le cadre défini par la BCE.*

Les établissements ne remplissant pas les critères précédents restent placés sous la surveillance de leurs superviseurs nationaux respectifs ; ils peuvent être soumis à la responsabilité directe de la BCE dès lors que la dégradation de leur situation et les risques qu'ils feraient peser sur la stabilité financière le justifieraient.

3. Le MSU s'appuie sur trois textes : l'accord institutionnel du 6 novembre 2013, le règlement n° 1022/2013 instituant une autorité européenne de surveillance (l'Autorité bancaire européenne), et le règlement n° 1024/2013 du 15 octobre 2013 confiant à la BCE des missions spécifiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

(...)

2. Le second pilier prévoit un mécanisme de résolution unique (MRU). Le MRU doit permettre la résolution des défaillances bancaires. Il s'appuie sur deux textes communautaires<sup>6</sup> et un accord intergouvernemental du Conseil de l'Union européenne (du 21 mai 2014) couvrant certains aspects spécifiques de la constitution du Fonds de résolution. Un Conseil de résolution unique sera créé et décidera, de façon centralisée, de recapitaliser un établissement ou de le liquider. Le règlement établissant le MRU (n° 806/2014) encadre la création du fonds de résolution unique et de ses compartiments nationaux, ainsi que les modalités de la prise de décision concernant son utilisation, tandis que l'accord intergouvernemental porte sur le transfert des fonds nationaux vers le Fonds de résolution unique et sur l'activation de la mutualisation des compartiments. Seuls les établissements participant au MSU voient le MRU s'appliquer.

Premièrement, le principe de renflouement interne (*bail-in*) est acté : à partir de janvier 2015 devrait entrer en vigueur la directive « Redressement et résolution des banques », qui prévoit, en cas de difficultés d'une banque, le renflouement interne (*bail-in*) de la banque, et non plus le renflouement externe (*bail-out*) par les pouvoirs publics. Les premiers à payer seraient les actionnaires puis les créanciers par ordre de séniorité — détenteurs d'obligations, puis déposants, dont les dépôts sont supérieurs à 100 000 euros. Le renflouement interne s'appliquerait au moins jusqu'à 8% du passif de la banque. Au-delà, le fonds de résolution pourrait être mis à contribution, à hauteur de 5 % de son passif.

Deuxième changement, un Fonds de résolution unique est institué. Contrairement au reste du mécanisme de résolution qui est communautaire, la constitution du fonds de résolution reposera sur l'accord intergouvernemental. Le Fonds, abondé par les banques sera, au bout d'une période de 8 ans (2016-2023), mutualisé et doté de 55 milliards d'euros<sup>7</sup>. La mutualisation de ces fonds se fera progressivement, 40 % des fonds devant être mutualisés pendant la première année, 60 % la deuxième année, le reste de façon régulière pendant les six années suivantes.

3. Le troisième pilier instaure un système unique de garantie des dépôts. La directive 2014/59/UE<sup>8</sup> sur le renforcement des mécanismes de garantie des dépôts réaffirme la protection des dépôts garantis jusqu'à 100 000 euros. Elle prévoit également, au terme d'une période de transition de 10 ans, un remboursement plus rapide en cas de faillite bancaire et un financement plus solide des mécanismes nationaux de garantie (0,8 % des dépôts couverts), *via* un prélèvement fiscal sur les banques.

---

6. La directive 2014/59/UE du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et le règlement n°806/2014 du 15 juillet 2014 sur le mécanisme de résolution unique, qui régit l'essentiel du fonctionnement du mécanisme.

7. L'accord prévoit que, sur décision plénière du Conseil de résolution, le Fonds puisse emprunter sur les marchés financiers afin de renforcer sa capacité d'intervention. Le montant-cible est par ailleurs porté à 1 % au moins de tous les dépôts bancaires couverts, à l'issue de la période transitoire (2016-2023).

8. La directive 2014/49/UE relative au système de garantie des dépôts a été publiée au JOUE (Journal officiel de l'UE) le 12 juin 2014, elle devra être transposée par les États membres avant le 31 mai 2016.

## De nombreuses zones d'ombre

(...)

La fragmentation bancaire entre pays risque de s'amplifier, pour deux raisons. Premièrement, en raison de la montée en puissance de la réforme Bâle 3, les banques, en particulier dans les pays fragiles, soumises à des exigences plus fortes, devront encore restreindre leur distribution de crédit et renforcer leurs liquidités auprès de la BCE (Couppey-Soubeyran *et al.*, 2012). Deuxièmement, alors que d'autres pays, et notamment la France, souhaitent que l'ensemble des 6 000 banques de la zone euro soient soumises aux nouvelles règles de supervision de la BCE, l'Allemagne a réussi à soustraire ses caisses régionales (*Landesbanken*) de la supervision unique de la BCE en imposant une distinction entre banques importantes et banques moins importantes. L'argument mis en avant serait qu'un superviseur central n'a pas d'avantage informationnel pour des petites banques régionales par rapport à un superviseur local (Quignon, 2013). Entre 25 et 35 % du système bancaire allemand reste ainsi directement supervisé par les autorités nationales. Pourtant, les petites banques régionales peuvent également présenter un risque systémique (Speyer, 2012 ; Quignon, 2013). Au total, 130 groupes bancaires en zone euro, concentrant environ 80 % des actifs, auront un superviseur unique. Le degré de concentration bancaire est fortement différencié en Europe (voir tableau 1). Il y a un risque de fragmentation entre un conglomérat bien capitalisé de grandes banques et une périphérie affaiblie de petites banques sous-capitalisées.

(...)

Toutefois, la crise a montré que les « coûts pour l'économie réelle des crises financières sont en effet trop importants pour que les banques centrales ne s'impliquent pas davantage dans leur prévention » (Betbèze *et al.*, 2011). Avec la montée en puissance de la réglementation prudentielle dans la lutte contre l'instabilité financière, la double compétence « politique monétaire »/« politique macroprudentielle » de la BCE est le gage d'une meilleure coordination dans ce domaine. De fait, la « conduite de la politique monétaire doit tenir compte des conséquences, dans son propre domaine, de la politique macroprudentielle — par exemple, de ses effets sur l'offre de crédit et, plus généralement, sur l'ensemble des mécanismes de transmission — et vice versa » (Bordes, 2011).

## Vers une meilleure mutualisation des risques

L'Union bancaire constitue une avancée indéniable car elle devrait permettre de rompre le cercle vicieux entre crise bancaire et crise de la dette publique.

La transmission de la politique monétaire devient plus homogène : si les banques sont mieux intégrées, leurs caractéristiques devraient converger, ce qui leur permettra d'appliquer des taux sur les nouveaux prêts plus homogènes, et donc de mieux transmettre la politique de taux directeurs vers les taux de marché (*pass through*).

La réussite de l'Union bancaire réside dans le développement de l'activité de chaque banque au-delà de son marché national. Un achèvement réussi de l'Union bancaire devrait se caractériser par des banques dont l'implantation terri-

toriale serait suffisamment large pour amortir des chocs conjoncturels asymétriques. En ce sens, la diversification géographique des bilans bancaires pourrait contribuer à une mutualisation des chocs asymétriques de conjoncture. Le superviseur unique, en simplifiant la relation banque-régulateur, devrait faciliter le développement des banques au-delà de leurs marchés nationaux, ce qui contribue aussi à une meilleure intégration.

Le fonds de résolution des crises et le fonds de garantie des dépôts constituent également deux protections complémentaires du système bancaire. Dans une certaine mesure, ils apportent une mutualisation des chocs asymétriques au niveau de la zone euro, ce qui peut contribuer à une meilleure optimalité de la zone monétaire au sens de Mundell (Quignon, 2013). En 2009, au plus fort de la crise bancaire, les gouvernements ont dû engager des montants élevés de fonds publics (9,1 % du PIB). Certaines questions restent en suspens. Qu'arriverait-il si ces deux fonds se révélaient insuffisants dans le futur ? Chaque État devrait-il reprendre en main le soutien de son secteur bancaire ? Si certains en étaient incapables, un tel défaut pourrait nécessiter, pour éviter l'éclatement de la zone euro, une plus grande union budgétaire, *via* le MES, ou conduire la BCE à dépasser son rôle implicite de prêteur en dernier ressort, théoriquement limité aux crises de liquidité, pour devenir le véritable sauveur de l'euro en monétisant les pertes.

## Les Credit Default Swaps (CDS)

**Les hommes politiques ont, en général, une connaissance très approximative des produits financiers et notamment des dérivés de crédit. Ceci peut s'avérer une lacune, comme vient de le découvrir le Premier Ministre Islandais...**

En effet, récemment un article dans le *Financial Times* relatait que le Premier Ministre s'insurgeait contre le fait que les primes des Credit Default Swaps (CDS) des trois plus grandes banques islandaises avaient atteint des niveaux faramineux. Les CDS indiquant les coûts à encourir pour protéger ces banques contre un risque de défaut, ces primes induisent des hausses des coûts de refinancement, ce qui par ailleurs vient grever leur rentabilité. Bien sûr, les parties en cause débattront quant au bien-fondé de ces primes. Cela dit, une bonne compréhension de la nature des discussions invite à s'attarder quelque peu sur le fonctionnement de ces produits.

Tout d'abord, les CDS font partie de ce qu'on appelle les dérivés de crédit. Ces derniers sont des produits dérivés qui dépendent de ce que l'on appelle des événements de crédit. Ces événements peuvent prendre diverses formes telles des faillites, des défauts de paiement, des changements de rating... Ces événements sont définis par rapport à des entités de référence. Quant à la notion de produit dérivé, elle désigne le fait que le paiement d'un actif dépend d'autres actifs ou variables sous-jacentes. Dans les cas des dérivés de crédit, le paiement dépend donc de la survenance de l'événement de crédit. À noter qu'en général les définitions d'événements de crédit sont standardisées par l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association). Cependant, comme il s'agit souvent de produits de gré à gré, non-standardisés, toutes sortes d'événements peuvent être considérés dans les clauses du contrat. Nous pouvons maintenant nous pencher plus particulièrement sur les CDS.

Un CDS permet à une partie de se protéger contre l'événement de crédit spécifique qu'est le risque de défaut. Pour ce faire, la partie en question va chercher une contrepartie qui, quant à elle, est disposée à fournir une assurance contre le risque de défaut en question, mais en contrepartie d'une prime appelée le spread du CDS. Celui qui « achète » l'assurance est dénommé « protection buyer », alors que la contrepartie est dénommée « protection seller ». Le « protection buyer » (dorénavant PB) paie une prime trimestrielle et le « protection seller » (dorénavant PS) indemnise lorsqu'il y a défaut. La valeur que ce dernier doit payer peut prendre différentes formes selon les clauses du contrat. En général, il s'agit des deux cas suivants. Soit il paie la différence entre la valeur notionnelle et la valeur post-défaut, soit il paie un montant fixé d'avance. En ce qui concerne les contrats de CDS, différentes informations doivent être indiquées :

- ▶ Les actifs de référence
- ▶ La définition de l'événement de crédit
- ▶ Le notionnel du CDS
- ▶ La date de début du CDS et de la phase de protection
- ▶ La maturité
- ▶ Le spread du CDS
- ▶ La fréquence de paiement
- ▶ Les paiements à effectuer lorsque l'événement de crédit se réalise

Mis à part des détails sur la nature des clauses contractuelles, ces informations fondent l'existence du CDS. Cependant, même si on a l'impression que tout est clarifié jusqu'au moindre détail, les choses peuvent se gâter. Par exemple, que se passe-t-il lorsque l'actif de référence est acquis, voire fusionne avec une autre firme ? Bien sûr, le risque de crédit s'en trouve changé. Mais, en général, aucune clause ne spécifie ce qu'il en est du CDS dans ce cas. Il s'agit là de l'exemple type de ce que les économistes appellent des contrats incomplets. Afin d'illustrer le fonctionnement des CDS considérons l'exemple suivant. Deux parties, le protection buyer PB et le protection seller PS souscrivent à un CDS sur Gazprom. Le crédit de référence est dès lors Gazprom. La maturité du CDS est de 5 années. Le notionnel de 20 millions EUR. La prime du CDS est de 120 points de base, sachant que 100 points de base équivaut à 1 %. Il s'agit là des éléments primordiaux d'un contrat de CDS, les autres détails étant en général alignés sur les lignes directrices de l'ISDA.

La prime est exprimée sur une base annuelle, mais rémunérée de manière semi-annuelle. La prime étant exprimée comme une fraction du notionnel, le principe de calcul est simple. Il suffit de multiplier la prime avec le notionnel. En simplifiant quelque peu, le PB devra payer semestriellement  $(120 \times 20m) / 2 = 120\,000$  EUR. Ce paiement aura lieu jusqu'au moment du défaut. Lorsque le défaut a lieu, le PS doit payer les pertes encourues en raison du défaut. Dans ce cas, différents intervenants de marché sont consultés pour vérifier la valeur de l'obligation post-défaut. Supposons que cette dernière équivale à 430, alors que la valeur notionnelle de l'obligation soit de 1000. Dans ce cas le PS paiera  $(1000 - 430) / 1000 \times 20m = 11.4$  mEUR. Le PB, quant à lui, devra éventuellement payer ce que l'on appelle l'*accrued fee*. En effet, lorsque le défaut se réalise un certain temps après le dernier paiement de la prime, il reste un montant restant dû de la prime à régler. Par exemple, si le paiement de la prime a eu lieu il y a deux mois, le PB devra régler  $120000 \times 2/6$ .

Après cette brève introduction, le lecteur se demandera peut-être pourquoi ces produits sont souvent perçus comme tellement complexes. En fait, le véritable problème réside dans la détermination de la prime. Or, afin de déterminer la prime il faut évaluer la probabilité de défaut ainsi que les pertes potentielles du crédit de référence. Ceci n'est pas chose aisée et les choses se gâtent lorsqu'il s'agit d'un portefeuille de crédits qui peuvent être corrélés. Cela dit, même si la valorisation et la gestion des risques pour ce type de produits ne sont pas toujours aisées, leur potentiel d'application est énorme et nous pensons d'ailleurs que ce type de produits seront tôt ou tard utilisés comme outils de politique économique.

**Michel Verlaine**