

# 1ère copie

237

AD

Feuillet n° : 1 / 4

## Question 1

Tenant compte de ses caractéristiques propres, l'intégration financière d'une zone économique peut être évaluée à partir de plusieurs indicateurs.

La notion d'intégration financière peut être appréhendée à partir de différentes perspectives. Selon une approche institutionnelle et juridique, l'intégration financière peut désigner un marché où tous les intervenants sont confrontés aux mêmes règles lorsqu'ils décident de recourir à un ensemble donné d'instruments, ont un égal accès à ces instruments et sont traités sur un  pied d'égalité lorsqu'ils opèrent sur un marché. Dans cette perspective, l'intégration financière peut impliquer non seulement l'hétérogénéité des structures financières locales, mais aussi des frictions régionales dans l'accès aux capitaux. Toutefois, ces frictions doivent être symétriques, c'est-à-dire produire des effets homogènes pour toute la zone économique (BCE, 2004). Selon une deuxième approche plus empirique et factuelle, l'intégration financière peut être définie à partir de la convergence des volumes et des flux d'actifs ainsi que des prix et des rendements entre différents régions. Dans ce cadre, cette intégration implique non seulement un accès égal des acteurs financiers aux opportunités d'investissement, mais aussi la vérification empirique de la loi du prix unique. Selon cette loi, en effet, les prix des actifs doivent être égaux si leurs risques et leurs rendements ne diffèrent pas. Ainsi, l'intégration financière pré suppose l'absence de pratiques discriminatoires dans l'accès au marché des capitaux.

Afin de mesurer le degré d'intégration financière d'une zone économique, plusieurs indicateurs peuvent être utilisés. En premier lieu,

Les mesures de l'intégration financière peuvent tenir compte de l'évolution des prix dans différents réseaux (« price-based measures »). Par exemple, la fragmentation d'un marché peut être réduite à partir des écarts de rendement des obligations souveraines (« sovereign spreads ») ou à partir de la dispersion des rendements des actions dans différents États-membres et d'une zone monétaire. Concernant la Zone Euro, l'introduction formelle de l'euro en 1999 a été suivie par exemple de la convergence du rendement des actifs boursiers. En deuxième lieu, l'intégration financière peut être réduite à partir d'indicateurs de volume et de flux d'actifs (« quantity-based measures »), tels les emprunts bancaires transfrontières. Au sein de la Zone Euro, l'activité bancaire est encore très fragmentée, plus de 80% des prêts octroyés par les banques étant domestiques (Draghi, 2018). Enfin, le degré d'intégration d'un marché peut être mesuré à l'aide d'indicateurs d'information (« news-based measures »), telle la variation locale du taux d'intérêt en réaction à des informations régionales.

De façon pénible, l'intégration financière peut présupposer la présence de chocs asymétriques communs et l'absence de barrières discriminatoires, par l'accès aux différents marchés souverain, monétaire, obligataire et du crédit.

\*

\*

\*

## Question 2

Si la convergence au sein de la Zone Euro a été fortement fragilisée par la crise financière de 2008 et par la crise des dettes souveraines de 2011-2012, la Banque Centrale Européenne (BCE) n'est devenue particulièrement attentive au degré d'intégration financière dans l'Union Économique et Monétaire (UEM) afin de préserver la stabilité de l'euro et du système bancaire européen.

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 2 / 4

L'introduction de l'euro en 1999 a accéléré la convergence financière au sein de la zone Euro, mais le degré d'intégration demeure encore fragile et hétérogène selon les différents segments du marché financier. En premier lieu, après une relative convergence entre 1999 et 2007, les marchés monétaires des différents États-membres ont fortement divergé en 2008 et 2011. Ainsi, les écarts des taux de prêt interbancaire entre les différents États de la zone Euro ont atteint des pics de +15 et +23 points de base respectivement en 2008 et en 2010. Toutefois, la mise en place des opérations de refinancement à long terme (LTRO) par la BCE en 2011 et 2012 ont permis de résorber partiellement ces écarts, ces derniers fluctuant autour de +7 points de base en 2013. En deuxième lieu, le marché obligataire a également été touché par la crise de la dette souveraine de 2011-2012 : après une période de convergence jusqu'en 2008, les écarts des obligations ayant une maturité de 10 ans ont atteint un sommet de +15 points de pourcentage. Comme dans le cas du marché monétaire, toutefois, l'intervention de la BCE sur ce marché a permis de limiter les tensions. Par exemple, l'annonce du programme « Outright Monetary Transactions » (OMT) en 2012 et la mise en place du programme « Limited Market Transactions » (LMT) en 2011 ont permis de faire chuter les écarts de rendement des obligations souveraines des principaux pays du Sud de la zone Euro, telle l'Italie (+521 bps en 2011 et +130 bps en 2016). En troisième lieu, le marché des actions a été marqué par une période de convergence entre 1999 et 2008, suivie d'une fragmentation significative à partir de 2008. Toutefois, à la suite de l'annonce des OMT, cette divergence des rendements des actions entre les pays européens n'est progressivement réversée, l'intégration du marché des actions européen atteignant ses niveaux d'avant-crise. Enfin, le marché bancaire a été également touché par les crises de 2008 et 2011. Si plusieurs banques européennes ont repris leurs activités transfrontalières, le nombre de

Les crises bancaires durant la crise a révélé la dépendance entre les banques européennes ainsi que leur fragmentation.

De façon générale, malgré une relative convergence après l'introduction de l'euro en 1999, l'intégration financière de l'UE est encore hétérogène et fragile. Ainsi, révélant les déficiences institutionnelles de la zone Euro, la crise a mis en évidence les risques de « sudden stop » et de « lien bancaire - souverain ».

Compte tenu de l'importance de l'intégration financière pour la stabilité de l'euro, la BCE s'est montrée particulièrement attentive aux risques posés par la « fragmentation financière » pour plusieurs raisons. En premier lieu, un degré élevé de fragmentation des marchés peut induire à terme l'éclatement de la zone Euro. Ainsi, pour limiter les risques souverains, la BCE a mis en place en 2011 le programme SMP. En deuxième lieu, la fragmentation financière peut exposer les acteurs économiques à des risques importants. Par exemple, l'absence d'intégration des marchés de la dette publique peut accentuer le risque de dépendance du secteur bancaire aux États (risque « bancaire - souverain »). Ainsi, l'absence d'intégration du cadre de supervision prudentiel peut conduire à des arbitrages réglementaires. En fin, une meilleure intégration financière permet de renforcer la résilience non seulement du système bancaire, mais aussi de l'ensemble de l'UE. Améliorant la transmission de la politique monétaire, l'intégration financière permet en effet de mieux allouer et diversifier les capitaux européens (Loeuni, 2015).

\*

\*

\*

Question 3

Les tensions sur la dette souveraine de certains Etats-membres de l'UEM lors de la crise de 2011-2012 ont contribué à fragiliser le système bancaire européen. De la même manière, révélant une forte corrélation entre le risque souverain et le risque bancaire, les fragilités du système bancaire au sein de l'UEM ont contribué à accentuer les tensions sur la dette publique.

Éclatée à la suite de la crise financière de 2008, la crise de la dette souveraine s'est manifestée de plusieurs façons. En premier lieu, les tensions souveraines ont induit une augmentation des coûts d'emprunt privé qui, couplée à la hausse des taux d'emprunt souverains, a contribué à renforcer la volatilité et la fragmentation financière. De la même manière, compte tenu de la forte exposition des banques domestiques de certains Etats-membres aux emprunts souverains, les tensions sur les marchés des obligations souveraines ont contribué à détériorer la confiance dans les banques nationales. Ainsi, lors de la crise de 2011, les écarts de rendement des obligations « covered » entre les principaux économies de la zone Euro ont atteint un pic de +2%. De même, en accroissant la fragmentation financière au sein de la zone Euro, les expositions des banques des pays du Nord de l'UEM vers les Pays du Sud ont fortement diminué, passant de plus de 2000 milliards € en 2006 à moins de 1400 milliards en 2012. En deuxième lieu et plus généralement, la crise de la dette souveraine s'est traduite par la hausse des déséquilibres des systèmes de paiement inter-bancaire (Target 2) et une détérioration des conditions de refinancement des banques. Par exemple, les écarts des opérations de prêt-emprunt de titres (REPO) ont augmenté sensiblement en 2011, atteignant un pic de +8% en 2011. De même,

les banques exposées à un risque souverain important, telles les banques espagnoles et italiennes, ont vu leurs CDS augmenter de façon représentative.

Compte tenu de ces évolutions, le lien entre le risque bancaire et le risque souverain n'apparaît pas univoque, mais «bidirectionnel». D'une part, le risque souverain peut augmenter au raison de l'accroissement du risque bancaire. Par exemple, les vulnérabilités des banques irlandaises lors de la crise de 2008 ont induit une détérioration de la confiance vis-à-vis de la capacité de l'Etat irlandais à les sauver. Plus précisément, l'annonce du renouveau des banques irlandaises et de la constitution du Fonds NAMA ont induit une augmentation de l'endettement public, facilitant ainsi les emprunts obligataires irlandais. D'autre part, le risque bancaire peut provoquer au contraire une détérioration du système bancaire. Ainsi, dans le cas de l'Italie, la forte exposition des banques aux emprunts souverains a gêné les tensions sur les marchés financiers, compte tenu des incertitudes pesant sur l'effective solvabilité de l'Etat italien.

Plus généralement, la corrélation entre le risque bancaire et souverain résulte essentiellement des problèmes d'excès d'endettement (Acharje, 2012). Si les mesures de plans de sauvetage peuvent induire une hausse de l'endettement et, in fine, une détérioration de la solvabilité des banques exposées au risque souverain, les excès d'endettement public peuvent de même entraîner une hausse du risque de crédit et, à terme, le ralentissement de l'activité économique.

\*

\*

\*

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 4 / 4Question 4

Afin d'atteindre l'« optimalité » (Pundell, 1963) et d'accroître sa résilience, une union monétaire doit être complétée par une union bancaire et une union des marchés des capitaux.

D'une part, l'absence d'un secteur bancaire unifié ainsi que la persistance de la fragmentation financière comportent des risques non seulement pour la stabilité financière, mais aussi pour la soutenabilité à long terme de l'union monétaire. En effet, le cloisonnement des secteurs bancaires nationaux renforce le risque de corrélation entre les obligations souveraines et les banques, tout en empêchant une diversification des risques et une limitation de la procyclicité. Ainsi, l'intégration bancaire au Nevada (États-Unis) a permis de limiter les chocs asymétriques de l'éclatement de la bulle immobilière dans cet État. De la même manière, l'absence d'un marché des capitaux intégré peut réduire les bénéfices apportés par une union monétaire. Selon Coeuré (2014), la mise en place d'un marché des capitaux dans l'UE permettrait non seulement de mieux diversifier les risques, mais aussi de mieux allouer les capitaux.

D'autre part, pour devenir une « zone monétaire optimale » (Pundell, 1963; Kenen, 1969), le Zone Euro doit ne doter, enfin bien, d'une Union bancaire que d'une Union des marchés des capitaux. La mise en place de l'Union bancaire renforcerait le fonctionnement de l'Union monétaire non seulement parce qu'elle contribuerait à diversifier les risques asymétriques affectant le secteur bancaire (Nesch, 2015), mais aussi parce qu'elle pourrait permettre une meilleure absorption

tion des choses asymétriques. Ainsi, la mise en place du Mécanisme de Résolution Unique (directive BRN, 2014) et du Fonds de Résolution Unique permettra d'éviter le « bail-out » souverain, en réduisant les risques de contagion entre les États et les banques. De même, la mise en place d'un Mécanisme de Supervision Unique (2014) permet de limiter les arbitrages réglementaires, notamment des établissements systémiques. De la même manière, la mise en place de plusieurs initiatives dans le cadre du Plan de l'Union des Marchés des Capitaux de la Commission Européenne (2015) pourra accroître la diversité des flux de l'économie européenne ainsi que l'intégration financière de l'UE.

Ainsi, la Zone Euro doit ne doter non seulement d'une Union bancaire « finalisée », mais aussi d'une véritable Union des Marchés des Capitaux. En premier lieu, l'Union bancaire doit être achevée, en mettant en place un mécanisme européen de garantie des dépôts (SEGD). Ainsi, dans le sillage de l'accord de l'ECOFIN du 25 mai 2018, le Fonds de Résolution Unique sera doté d'une ligne de crédit du Mécanisme Européen de Stabilité (MES), en tant que « backstop ». De même, cet accord a permis des avancées sur le renouveau de la Zone Euro en tant que « juridiction unique » pour le calcul des ratios de capital des G-SIBs. En deuxième lieu, la Zone Euro doit ne doter d'une « Union de Financement de l'Innovation » (UFI), afin de diversifier ses sources de financement. Selon Villeroz de Volhac (2018), l'UFI devrait permettre de mieux élever l'épargne excédentaire de l'UE, estimée à plus de 400 milliards €. De même, la mise en place d'un « Plan d'épargne individuel pan-européen » par la Commission permettra de mieux mobiliser cette épargne. Enfin, la Zone Euro doit mettre en place une Union Fiscale afin d'offrir un « poli-uy-mix » européen. À ce titre, Jallet et Violot (2018) proposent la mise en place d'une Facilité d'Emprunt Contingent afin de limiter les tensions sur les marchés de obligations souveraines.

\*

Feuillet n° : 1 / 4

## Question 1

Le concept d'intégration financière désigne d'un point de vue théorique une situation dans laquelle l'ensemble des acteurs des marchés monétaire, obligataire et boursier est confronté aux mêmes règles, traitement et accès aux instruments et produits financiers. Visant l'allocation optimale de l'épargne, la diversification et le partage des risques, l'intégration financière peut se mesurer à partir de plusieurs indicateurs.

D'une part, l'intégration financière se caractérise par trois éléments. D'abord, un marché est intégré lorsque l'ensemble des participants fait face aux mêmes règles. Ainsi, l'absence de frictions entre les acteurs, tels que la présence de contrats juridiques rédigés dans une langue étrangère, permet une meilleure convergence des règles des marchés. Ensuite, un marché est intégré lorsque les acteurs financiers ont un accès équivalent à la totalité des infrastructures et intermédiaires financiers. Enfin, l'intégration financière suppose la liberté de circulation de capitaux afin que chaque produit financier puisse avoir le même prix indépendamment de l'origine de son acheteur ou vendeur (loi du prix unique).

D'autre part, plusieurs types d'indicateurs mesurent l'intégration financière, notamment du point de vue des prix et des rendements (« price-based measurs »), du point de vue des informations (« news-based measurs ») et, enfin, du point de vue quantitatif (« quantity-based measurs »). En premier lieu, les indicateurs de prix (ou de rendement) mesurent, par exemple, les écarts de taux d'intérêt sur les marchés monétaires ou du crédit. Ainsi, en zone euro, cet indicateur peut être la dispersion de l'EONIA overnight, de l'Euribor ou de l'EURIBOR entre les pays. En deuxième lieu, les indicateurs fondés sur la information (« news-based measurs ») permettent de capturer, par exemple, les variations des rendements souverains ou boursiers à partir d'une nouvelle qui affecte l'ensemble de la zone financière ou seulement une partie. Ainsi, une information « globale » devrait affecter l'ensemble des marchés en cas d'intégration.

Enfin, les mesures quantitatives ("quantity-based measures") permettent de mesurer les éventuelles frictions entre l'offre et la demande, au niveau global ou local, à partir de données statistiques. Par exemple, sur les marchés souverain et bancaire, ces indicateurs peuvent prendre la forme, respectivement, de l'exposition des bilans bancaires aux obligations souverains, des prêts bancaires transfrontaliers ou des concentrations bancaires (l'indice d'Herfindahl-Hirschman - IHH).

L'ensemble de ces indicateurs s'élève, cependant, confrontés à deux limites principales. D'une part, les indicateurs fondés sur le prix des actifs se limitent à leur périmètre limité aux seuls entreprises cotées, laissant ainsi de côté les autres entreprises. D'autre part, ces indicateurs ne capturent pas la qualité de l'intégration financière. Ainsi, en zone euro, si ces indicateurs ont indiqué, avant la crise, une forte convergence des prix des actifs entre les pays, la crise financière et de la zone euro a montré que cette convergence était fragile, conduisant ainsi à la sous-estimation des risques par les investisseurs (BCE, 2014).

\*

\*

\*

## Question 2

Si l'élimination du risque de change et l'homogénéisation des taux d'inflation avec l'introduction de l'euro ont favorisé la convergence du prix des actifs en zone euro avant 2007, les crises de 2008 et de l'endettement souverain ont, au contraire, conduit à re-fragmenter les marchés de la zone euro. En dépit du soutien monétaire, plusieurs segments du système financier en zone euro demeurent fragmentés, conduisant dès lors la Banque Centrale Européenne à prêter une attention accrue à l'intégration financière dans la zone monétaire européenne.

D'une part, plusieurs segments du système financier de la zone euro n'ont pas atteint leurs niveaux d'intégration financière d'avant crise, tels que les marchés bancaire, obligataire, monétaire et boursier, bien que dans ces trois derniers la fragmentation soit moins prononcée. D'abord, les marchés bancaires de la zone euro montrent une faible progression en termes d'intégration financière ces derniers années,

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 2 / 4

notamment en raison du projet de désendettement (« deleverage ») ainsi que du risque de contagion entre les établissements de crédit en cas de choc financier. Ainsi, les flux interbancaires en zone euro ont diminué d'environ les deux tiers depuis la crise selon McKinsey Global. De même, en termes d'accès et de coût du crédit, la BCE (2014) constate la présence de nombreux divergences selon les pays, notamment concernant le coût des emprunts à destination des entreprises (PME). Ainsi, l'indice de concentration d'Häfslundahl-Hirschman demeure actuellement à un faible niveau (700), soulignant l'absence de groupes pan-européens contrairement aux Etats-Unis. Ensuite, le marché obligataire, aussi bien sovereain que privé, demeure relativement fragmenté, bien que les mesures prises par la BCE, telle l'annonce de OMT en 2012, aient permis de réduire les écarts de rendement entre les différents titres souverains des pays de la zone euro (« spread »). Malgré ces avancés, l'intégration du marché obligataire n'a pas encore atteint son niveau d'avant-crise, notamment en raison de différences en termes de primes de terme et de risque de crédit entre les Etats membres. Enfin, les marchés monétaire et boursier ont montré une meilleure convergence depuis 2013. Ainsi, le marché monétaire se caractérise par la reprise des flux transfrontaliers (via TARGET2) et la réduction de la dispersion des taux EOMIA o/n entre pays. De même, concernant les marchés boursiers, la BCE (2014) souligne une reprise de la convergence des prix des actifs, notamment depuis 2012.

Compte tenu de ce constat, la BCE veille à l'intégration financière en zone euro pour trois principaux raisons. En premier lieu, l'intégration financière est indispensable pour la transmission de la politique monétaire dans une zone monétaire. Ainsi, la dispersion des taux EUMIBOR entre 2008 et 2013 crée une distorsion en termes de transmission de la politique monétaire car les taux directeurs sont représentés différemment selon le pays. En deuxième lieu, l'intégration financière permet la réduction des risques macroéconomiques, tel que le lien entre risque souverain et bancaire qui peut aboutir à l'écroulement de la zone monétaire. De même, en l'absence d'intégration, la procyclicité et la volatilité peuvent augmenter, exacerbant ainsi le ralentissement économique. Enfin, en termes prudentiels, l'absence d'intégration financière peut être un obstacle à l'internalisation des externalités associées au cantonnement (« ring-fencing ») de la liquidité et des fonds propres. Ainsi, face à ces risques, la BCE a mis en œuvre plusieurs instruments conventionnels et non-conventionnels, tels que les T-LTROs, les STPP et les OMT, dès 2015, les programmes d'achat, afin de rompre le lien « souverain-bancaire » et favoriser la circulation de la liquidité en zone euro.

### Question 3

La crise de la zone euro s'est manifestée sous plusieurs formes, tels que la hausse de l'endettement public, le rationnement du crédit et, plus largement, le prisme de « spirales négatives » entre le risque souverain et le risque bancaire.

En premier lieu, l'introduction de l'euro et l'incapacité de l'Union Économique et monétaire (UEM) ont conduit au relâchement de la contrainte extérieure et, de ce fait, à la hausse de l'endettement public et privé avant la crise. Ainsi, les prêts bancaires transfrontaliers en zone euro ont considérablement augmenté entre 2000 et 2007 (+80%), contribuant, cependant, à fragiliser les économies moins productives, notamment les pays du Sud, en raison des effets « Balance-Samuelson ». Le déclenchement de la crise a conduit aux phénomènes de « sudden stops » et de « flight to quality », contribuant à la dégradation de la balance des paiements des pays touchés. De même, l'absence d'un cadre fiscal strict, tel que le Pacte de Stabilité et de Convergence, a favorisé la hausse de l'endettement public. Ainsi, plusieurs pays, dont le Grèce, le Portugal et l'Italie, ont connu une hausse importante de leurs écarts de rendement souverain par rapport aux Bunds allemands (« spread ») entre 2011 et 2012. Ces phénomènes ont été exacerbés par l'absence de prêt en dernier ressort avant la création du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) en 2017.

En deuxième lieu, la crise s'est aussi manifestée sous la forme de fragmentation du crédit interbancaire au niveau de la zone euro, notamment en raison de la hausse de l'aversité au risque et de la perte de confiance entre les acteurs bancaires. Ainsi, ces tensions se sont manifestées par la hausse des primes de CDS bancaires, c'est-à-dire des instruments financiers qui permettent aux investisseurs de se protéger face au risque de défaut. Ainsi, dès 2008, les écarts de rendement des swaps de défaut des banques irlandaises ont atteint un pic de plus de 400 points de base (pb). De même, cette tension interbancaire s'est manifestée sous la forme de déspertion des taux EONIA, EURIBOR et EURIBOR entre les pays, conduisant au rationnement du crédit (« credit crunch ») au sein des pays les plus vulnérables.

En troisième lieu, la crise de la zone euro s'est manifestée sous la forme de « spirales négatives » entre le risque souverain et le risque bancaire (« sovereign-banking loop »). Plusieurs mécanismes expliquent la formation de ce lien. D'une part, selon Acharya et al. (2012), la détérioration de la solvabilité de l'emprunteur souverain peut se répercuter négativement sur le système bancaire et financier, indépendamment de la notation de crédit des banques.

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 3 / 4

Le mécanisme n'exerce à partir de l'exposition des bilans bancaires aux obligations souveraines domestiques. Ainsi, si les obligations domestiques se déprécient, les bilans bancaires se déprécient aussi, tel que nous l'exemple de l'Italie en 2012 (Deff'Arriola, 2013). D'autre part, un endettement excessif du secteur bancaire conduit à la dégradation potentielle des finances publiques, notamment en raison des garanties implicites des Etats en cas de faillite bancaire. Ainsi, en Irlande, le sauvetage du système financier a coûté environ 15% de PIB (via la création du NAMA) ainsi qu'un déficit de -32% en 2010. L'ensemble de ces mécanismes crée des effets de « rétroaction », conduisant les banques à se désengager de l'intermédiation et à exacerber les risques de crédit souverains.

Plus généralement, comme le souligne Draghi (2012), la crise de la zone euro est liée à l'incomplétude de l'UEM, notamment en raison de l'absence d'une supervision Unique, d'une résolution unique et d'un système européen de garantie des dépôts ou le modèle de la Federal Deposit Insurance Scheme (FDIC) aux Etats-Unis.

\*

\*

\*

#### Question 4

L'incomplétude de l'Union économique et monétaire, en l'absence d'une véritable intégration des secteurs bancaires et financiers, a montré lors de la crise des dettes souverains le risque d'éclatement de la zone euro. En dépit des risques liés à une trop forte concentration bancaire en zone euro, il convient de poursuivre l'achèvement de l'Union bancaire ainsi que de l'Union des Marchés de capitaux (UMC).

D'une part, l'absence d'intégration financière, aussi bien du secteur bancaire que financier, pose plusieurs risques pour une zone monétaire. En premier lieu, l'intégration financière permet

une meilleure diversification ainsi qu'un meilleur partage des risques en cas de choc financier. Ainsi, Asdrubali et al. (1996) montrent, d'un point de vue théorique et empirique aux Etats-Unis, que l'intégration financière permet de mieux absorber les chocs financiers par une mutualisation des risques publics et privés. Toutefois, en zone euro, les marchés financiers demeurent fragmentés car, par exemple, les banques prêtent principalement aux agents domestiques. En deuxième lieu, l'intégration financière permet aussi une meilleure allocation de l'épargne au niveau régional. Ainsi, selon la Banque européenne d'investissement (BEI), l'excédent d'épargne en zone euro s'élève actuellement à 400 milliards d'euros, mais il n'est pas fléchi vers les pays ayant le plus besoin d'investissements. Enfin, selon Acharya et al. (2012), l'intégration des secteurs bancaires et financiers serait nécessaire au bon fonctionnement d'une union économique, ainsi bien d'un point de vue théorique (Morrell, 1969) qu'empirique, tel que pour la réduction de la pro-cyclicité, du lien « souverain et bancaire », ainsi que pour une meilleure transmission de la politique monétaire (Coenig, 2017).

d'intégration financière peut, d'autre part, favoriser l'émergence de certains risques. D'abord, une trop forte concentration du secteur bancaire, via l'émergence de groupes bancaires pan-européens, pourrait favoriser l'approfondissement du risque systémique et de contagion. Ensuite, les capacités d'absorption de choc pourraient également être faibles, notamment en raison de la présence d'acteurs « too big to fail ». Enfin, d'un point de vue théorique, Feldstein et Horioka (1980) constatent que, malgré l'intégration financière, l'existence de frontières nationales peuvent demeurer un obstacle à la libre circulation de capitaux.

En dépit de ces risques, l'intégration des secteurs bancaire et financier de la zone euro doit être approfondie afin d'améliorer le fonctionnement de l'Union économique et monétaire. Sur le fondement des avancées effectuées ces derniers années concernant l'Union bancaire et l'Union des Marchés de Capitaux (UMC), trois priorités peuvent être formulées. En premier lieu, l'Union bancaire doit être achevée en créant un filet de sécurité (backstop) pour le Mécanisme de Résolution Unifié (MRU), tel que planifié par la déclaration de Meseberg et le sommet de la zone euro de 2018. De plus, les  négociations concernant le système européen de garantie des dépôts (SEGD/EDIS) doivent progresser afin d'améliorer la résilience du secteur bancaire et prévenir les phénomènes de « bank run » à l'échelle européenne. En deuxième lieu, le cadre prudentiel actuel, notamment la directive CRD IV et le règlement CRR, doit être révisé afin de permettre la création de groupes bancaires européens. Ainsi, l'accord de l'ECOFIN du 25 mai 2018 sur le « paquet bancaire » (CRD V et CRR 2) constitue une première avancée en ce qui concerne la

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 4 / 4

de la zone euro en tant que jurisdiction unique pour le calcul des exigences de solvabilité du MREL. Enfin, l'intégration financière en zone euro peut être promue par la création d'une Union du Financement de l'Investissement et de l'Innovation (UFI) en achevant l'Union bancaire, en renforçant le Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques (FEIS) et le plan Juncker, ainsi qu'en achevant l'Union des Marchés de Capitaux (UMC).

\*

\*

\*