

VII. L'euro et l'architecture financière européenne

Faits saillants

La mise en place de la monnaie unique marque une étape décisive dans l'évolution de la structure financière européenne. En effet, l'UEM a non seulement modifié de façon permanente le cadre de la politique monétaire à l'échelle de la zone, mais elle a doté d'une seule référence monétaire un grand ensemble économique dont la taille rivalise avec celle des deux autres principales économies mondiales. Dans le même temps, elle a donné une puissante impulsion aux marchés des capitaux du continent, soutenant leur croissance et facilitant leur approfondissement. La monnaie unique a aussi exercé une influence positive sur l'unification des services financiers en Europe et amplifié la tendance au regroupement. Le présent chapitre analyse l'influence de l'euro sur le paysage financier européen pendant sa première année d'existence et examine les défis futurs.

L'évolution n'a pas procédé au même rythme dans les divers segments et services financiers. En un sens, c'est là où les conditions préexistantes étaient les plus favorables que l'avènement de l'euro a eu l'impact le plus marqué. En effet, les principaux bénéficiaires ont été les catégories d'opérations transfrontières ayant déjà acquis la taille critique et dont les structures institutionnelles avaient atteint un niveau d'harmonisation élevé. Malgré l'élimination du risque de change, les forces du marché n'ont pas toujours pu surmonter, à elles seules, les obstacles à l'intégration résultant des différences d'infrastructures, tant techniques que juridiques, et de pratiques de place.

L'entrée en vigueur de l'euro, en mettant en évidence les avantages potentiels de nouveaux progrès vers un marché financier véritablement unifié en Europe, a souligné ainsi les coûts économiques implicites qu'entraîne une harmonisation insuffisante des infrastructures nationales. Pour bénéficier pleinement de l'élimination des obstacles économiques aux échanges, il faudra donc que les États membres s'engagent fermement à rapprocher les fondements institutionnels et juridiques de leurs économies.

Marchés des capitaux

Nulle part l'influence positive de l'euro ne s'est manifestée plus rapidement et plus clairement que dans les marchés des capitaux européens, surtout pour les dépôts interbancaires et les obligations internationales d'entreprises. Ces deux segments ont connu une croissance rapide et amélioré l'allocation des liquidités et de l'épargne. En revanche, d'autres, comme ceux des pensions livrées et des actions, ont largement conservé leur caractère national et n'ont pas encore pu tirer parti

des effets du développement des activités transfrontières en termes d'efficacité et de liquidité.

Marchés monétaires

La conduite de la politique monétaire dans le cadre de l'UEM nécessite un mécanisme efficient d'allocation des liquidités de banque centrale dans l'ensemble de la zone monétaire. Le marché des prêts interbancaires secs, en s'adaptant rapidement au nouveau cadre, a répondu à cette attente. Son action a été facilitée par TARGET, le système de transfert de gros montants pour la zone euro, qui a vite surmonté quelques problèmes mineurs de mise en route, pour devenir l'armature du système de paiement de la zone. La levée rapide des incertitudes portant sur la courbe des taux de référence pour le marché monétaire a également contribué à la réussite de cette transition. Dès les premières semaines de 1999, les opérateurs ont clairement affiché leur préférence pour le taux au jour le jour Eonia (*euro overnight index average*), prolongé par l'Euribor et appuyé par un marché dérivé actif. L'existence d'un marché monétaire unique en euros est mise en évidence par la convergence des rendements et son efficacité est prouvée par le resserrement continu des marges offre-demande, actuellement inférieures d'environ 40% à leur niveau d'il y a cinq ans (tableau VII.1).

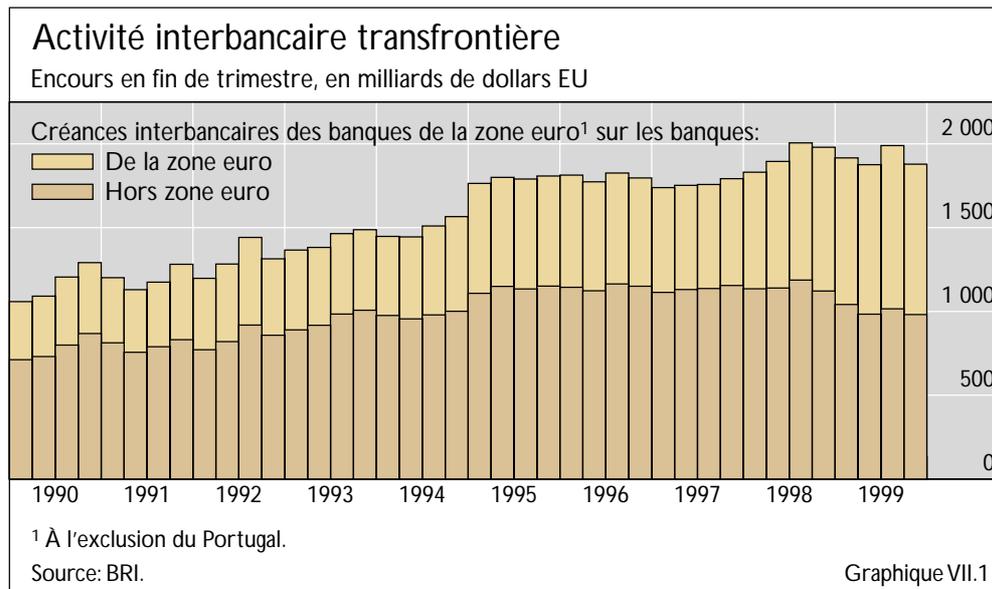
L'apparition d'un tel marché monétaire a permis à de nombreuses grandes sociétés de réduire leurs coûts en centralisant leur gestion de trésorerie. Quant aux banques, elles se sont organisées en deux niveaux: les institutions importantes de dimension paneuropéenne traitent les flux transfrontières de liquidités pendant que les établissements de plus petite taille se limitent à un rôle plus régional. Cela s'est traduit par une augmentation marquée de l'interbancaire transfrontière au sein de la zone après le quatrième trimestre de 1998 (graphique VII.1).

Taux du marché monétaire à 3 mois: marge offre-demande ¹		1996	1997	1998	1999	2000 ²
Zone euro ³	moyenne	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	écart type	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Allemagne	moyenne	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	écart type	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
France	moyenne	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	écart type	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italie	moyenne	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	écart type	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
États-Unis	moyenne	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	écart type	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Japon	moyenne	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	écart type	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

¹ Sur dépôts en euromonnaies, en clôture à Londres, en points de base. ² Jusqu'à mi-avril. ³ Avant 1999: par rapport à la moyenne des taux en Allemagne, France et Italie, pondérée selon la clé de répartition du capital de la BCE.
Source: Standard & Poor's DRI.

Tableau VII.1

Le marché paneuropéen des dépôts interbancaires est né ...



Contrairement au marché des dépôts non garantis, celui des pensions livrées est resté segmenté. Les règles et structures existantes, qui ont pu répondre aux besoins des intervenants au niveau national, ne favorisent pas nécessairement une véritable européanisation dans ce domaine. L'activité transfrontière demeure limitée, empêchant le marché de réaliser pleinement son potentiel de liquidité, ce qui laisse persister des écarts de taux et de taille entre pays. La lenteur de l'harmonisation des pratiques et conventions nationales en la matière et l'absence d'infrastructure unifiée constituent toujours des obstacles à son développement. Certains, par exemple les relations complexes entre systèmes de livraison, la procédure de règlement et les pratiques de place, sont d'ordre technique, donc plus faciles à surmonter. D'autres, cependant, comme les différences relatives à l'information et au régime fiscal ainsi que l'incertitude entourant la propriété des valeurs sous-jacentes, sont directement liés à des divergences structurelles profondes entre systèmes fiscaux et juridiques nationaux. L'harmonisation de ces dispositifs dans l'ensemble de la zone euro nécessitera une action de plus grande envergure et un engagement plus déterminé des autorités nationales.

... mais le marché des pensions livrées reste segmenté

Marchés des obligations

L'effet le plus impressionnant de l'UEM sur la structure financière européenne a probablement été l'extraordinaire impulsion que la monnaie unique a donnée aux marchés des valeurs à revenu fixe. L'émission d'obligations libellées en euros a connu un essor remarquable en 1999, le total des fonds collectés représentant plusieurs fois la moyenne antérieure à l'UEM. Si les emprunteurs tant publics que privés ont été attirés par la nouvelle monnaie, l'activité de ces derniers, notamment celle des entreprises européennes, a été déterminante.

D'un seul coup, la conversion en euros de la dette publique libellée dans les anciennes monnaies a créé un marché plus large que son homologue japonais et qui n'est dépassé que par celui du Trésor des États-Unis. Fin décembre 1999, l'encours des emprunts à long terme en euros des États de la zone s'élevait à €2 200 milliards environ, soit les deux tiers de celui du Trésor américain.

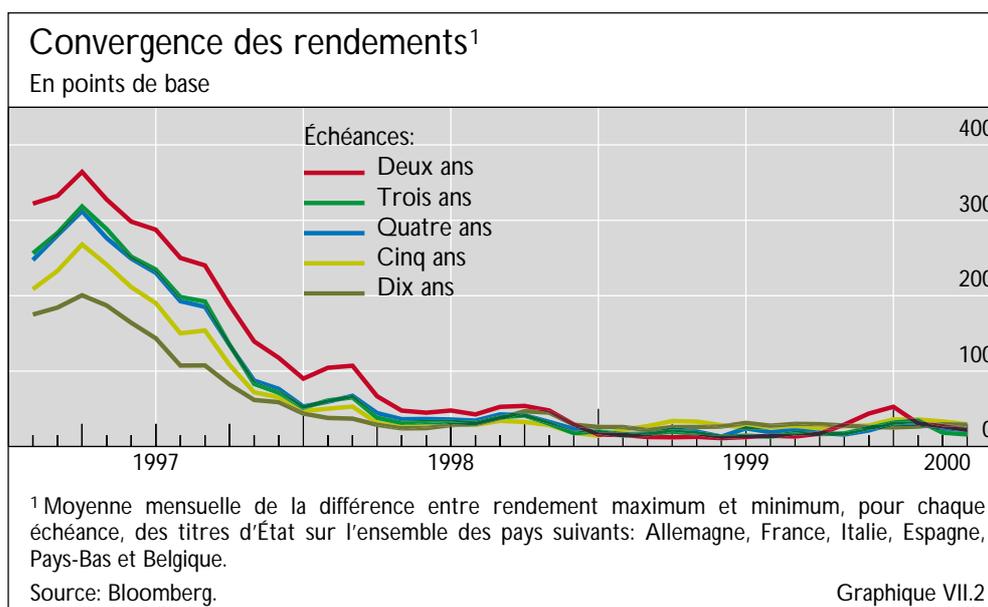
Le deuxième marché mondial des obligations d'État ...

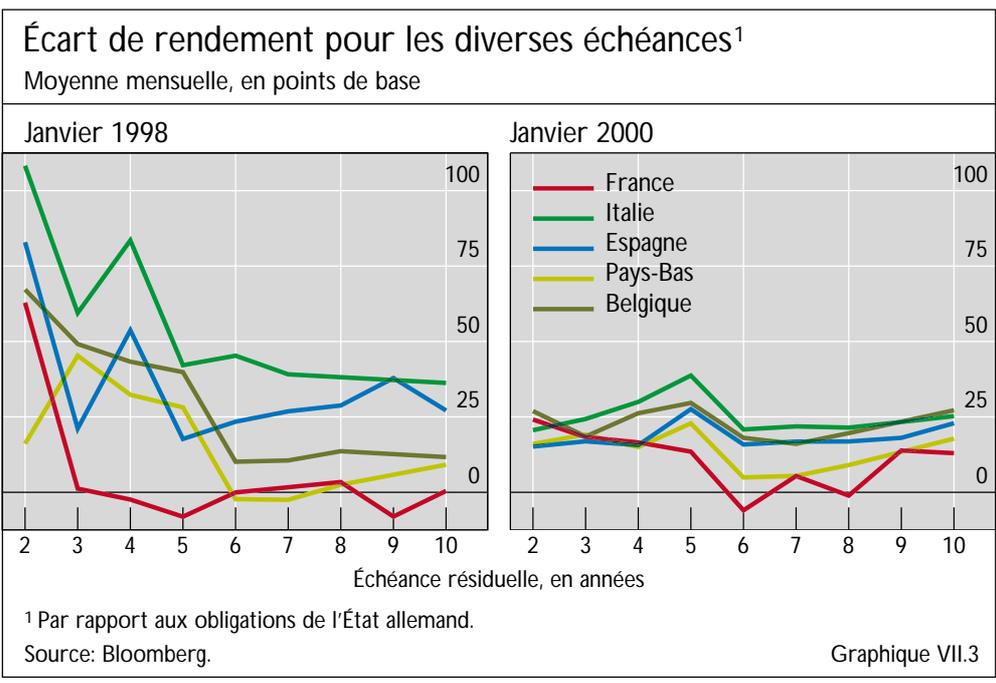
... n'est pas
complètement
harmonisé

À moyen terme, les déficits budgétaires dans la plupart des pays de la zone euro, conjugués au plafond d'endettement imposé par le traité de Maastricht, maintiendront vraisemblablement le marché à sa taille actuelle. En revanche, les tendances budgétaires courantes et attendues entraînent les marchés des États-Unis et du Japon dans des directions opposées, puisque le premier devrait se contracter et le second connaître une forte expansion.

Le processus de convergence économique menant à l'UEM s'est accompagné d'un rétrécissement impressionnant des différentiels de taux d'intérêt dans les onze pays participants. Les écarts actuels se limitent généralement à 40 points de base au maximum quelle que soit l'échéance (graphique VII.2). Si l'on y regarde de plus près, on s'aperçoit qu'ils s'expliquent par des considérations tenant davantage aux caractéristiques techniques et à la liquidité qu'aux risques d'ordre économique. Ainsi, des écarts de rendement proches de 20 points de base pour des emprunteurs de même qualité, comme l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, sont trop importants pour être justifiés par une perception différente du risque de crédit, surtout si l'on considère que l'écart est plus étroit entre, d'une part, les obligations françaises et néerlandaises et, d'autre part, les titres de dette italiens et belges pourtant moins bien notés. Le fait que les courbes des rendements se recoupent à plusieurs échéances permet encore moins de retenir la qualité de la signature comme facteur explicatif (graphique VII.3).

La liquidité, les caractéristiques techniques des titres et les politiques d'émission expliquent en grande partie pourquoi ce sont tantôt les obligations allemandes et tantôt les françaises qui sont les mieux cotées selon l'échéance. Ainsi, les premières constituent la référence dans le compartiment court, puis à 10 ans, où elles sont complétées par le contrat à terme le plus activement négocié dans le monde. Pour les échéances intermédiaires, le Trésor français s'est ménagé une niche grâce à une politique d'émission innovante, transparente et bien adaptée aux besoins des investisseurs.





Les particularités tenant aux politiques nationales de gestion de la dette et aux pratiques de place ne vont pas sans coûts. Aucun marché des obligations d'État n'est suffisamment ample et profond pour servir de phare à l'ensemble de la zone euro, et encore moins pour disputer le premier rôle à celui des États-Unis. En outre, les différences de place concernant les émissions créent des distorsions dans d'autres segments. On peut prendre en exemple celui des pensions livrées, dont le développement, comme on l'a vu, est freiné par une harmonisation insuffisante. Le compartiment des obligations d'entreprises pourrait aussi bénéficier d'une courbe des rendements des titres d'État bien définie qui lui servirait de référence pour une tarification cohérente. Un renforcement de la coordination entre Trésors publics de la zone euro en ce qui concerne le calendrier d'émission, le coupon, la durée et d'autres caractéristiques plus techniques pourrait accroître la fongibilité et élargir les gisements de titres sur toutes les échéances, ce qui ajouterait vraisemblablement à leur liquidité. Les titres émis par les États des économies de moindre importance en seraient probablement les principaux bénéficiaires.

Étant donné les avantages qu'apporteraient la consolidation du marché et la réduction des coûts de service de la dette, des voix se sont élevées pour réclamer un renforcement de la coopération entre les gouvernements de l'UEM dans ce domaine. Le problème, toutefois, se situe bien au-delà de l'harmonisation des structures et pratiques de place. Il touche au cœur même du débat sur la part d'autonomie à laquelle les États membres pourraient ou devraient renoncer, en échange d'avantages dont tous ne bénéficieraient pas de manière égale. Selon certains projets à caractère plus officiel, il s'agit aussi de savoir dans quelle mesure la coopération impliquerait, ou paraîtrait impliquer, un partage de responsabilités budgétaires, ce qu'exclut le traité de Maastricht. Pour peser les arguments fondés sur les avantages économiques d'une coordination plus poussée, il faut donc mettre dans la balance le risque d'une nouvelle érosion de l'indépendance

Une meilleure coordination entre émetteurs présente des avantages économiques ...

... mais soulève un dilemme politique

nationale. Ce débat, qui remonte au début du processus ayant conduit à la signature du traité, montre que le renforcement de l'intégration économique continuera probablement de poser des problèmes analogues.

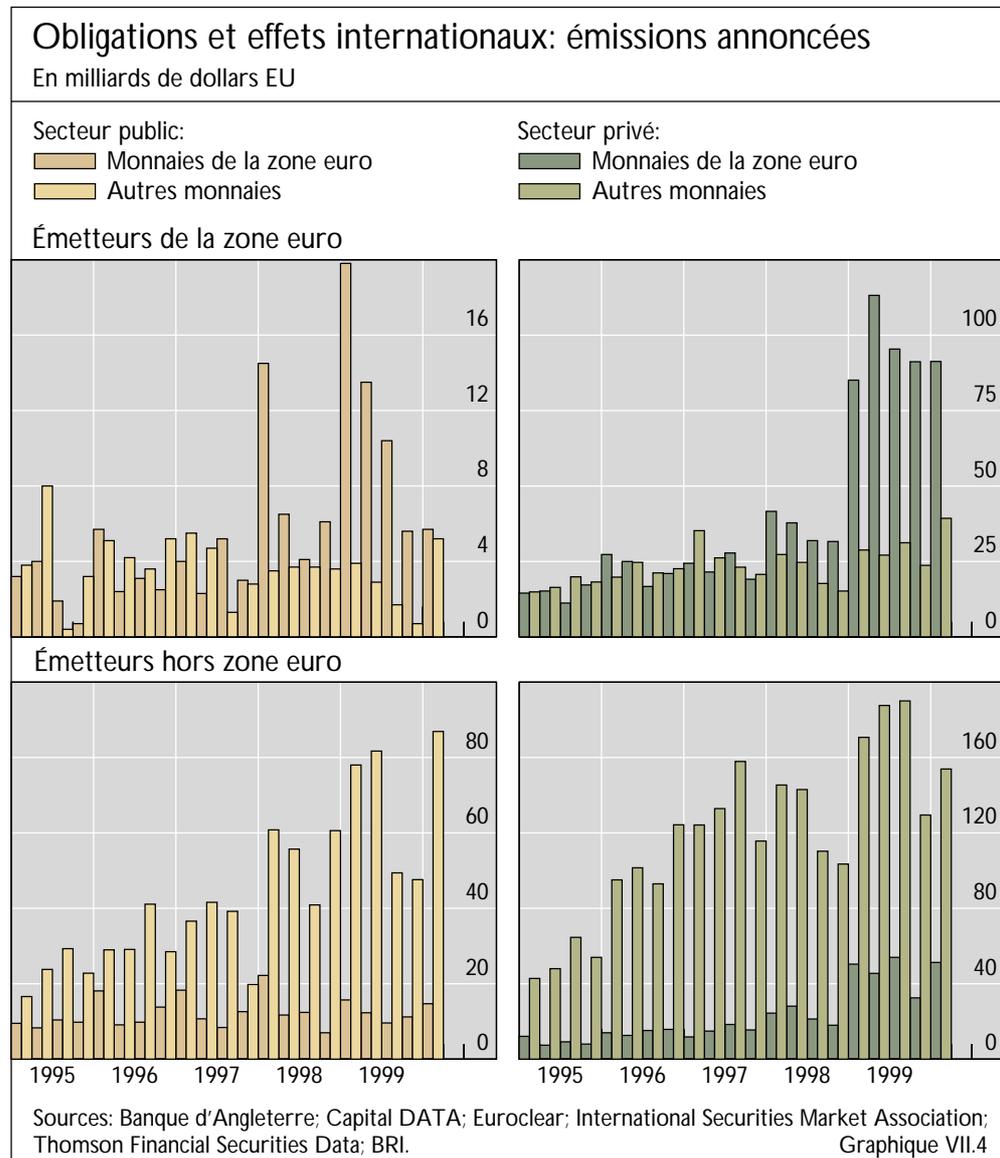
Obligations d'entreprises

Essor des émissions privées ...

L'euro a exercé une attirance particulière sur les emprunteurs du secteur privé de la zone et hors zone. Entre juillet 1998 et décembre 1999, les entreprises des onze pays ont émis 76% de leur dette en euros, contre une moyenne de 50% dans les anciennes monnaies nationales entre janvier 1990 et juin 1998. Pendant la même période, les emprunteurs privés extérieurs à la zone ont émis le cinquième de leur dette internationale en euros, soit une part près de deux fois supérieure à celle des onze monnaies avant juillet 1998 (graphique VII.4).

... soutenues par une forte demande dans la zone euro

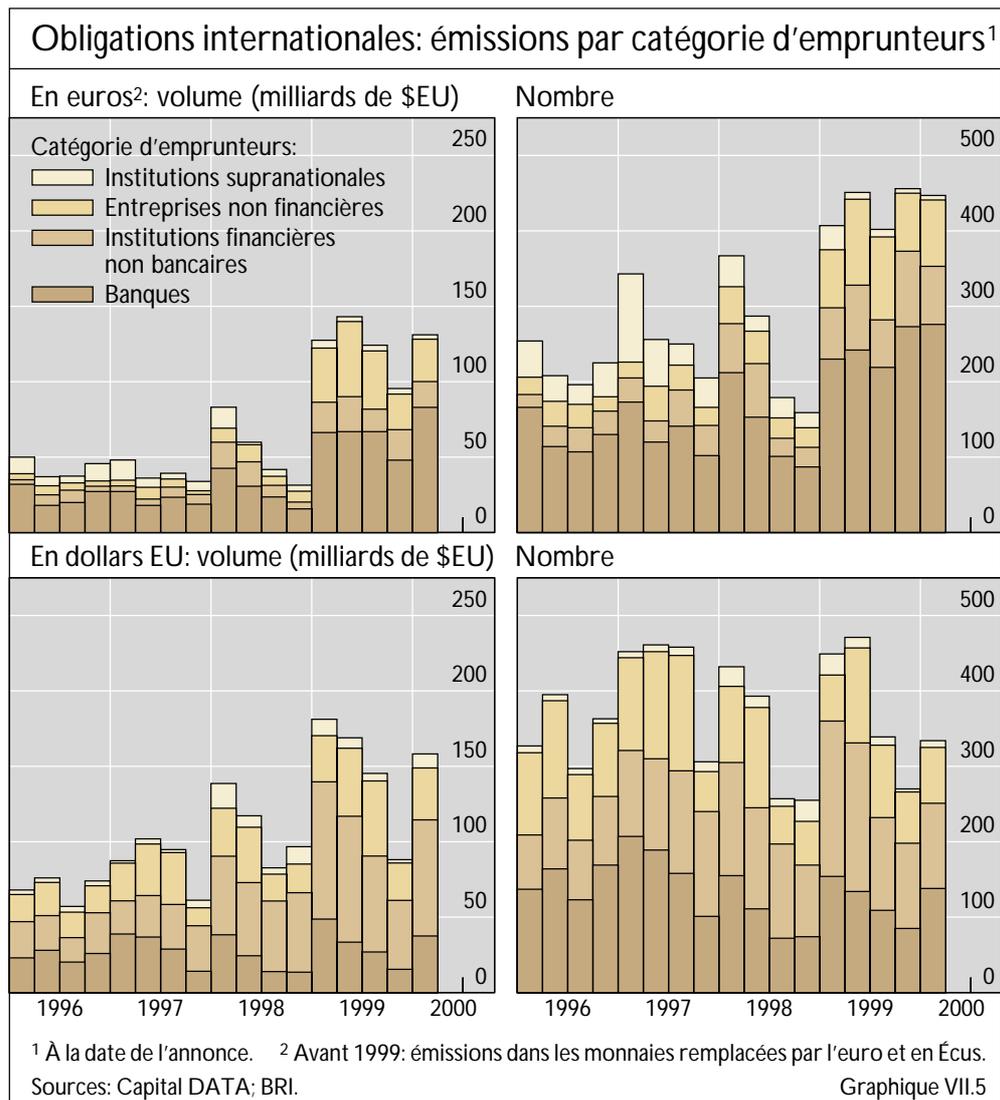
S'il apparaît que le bas niveau des taux d'intérêt et l'affaiblissement de l'euro ont pu jouer un rôle dans l'intérêt manifesté par les emprunteurs pour cette monnaie, des facteurs structurels ont aussi contribué, de toute évidence, à l'envolée des émissions. L'élément principal est le net élargissement de la

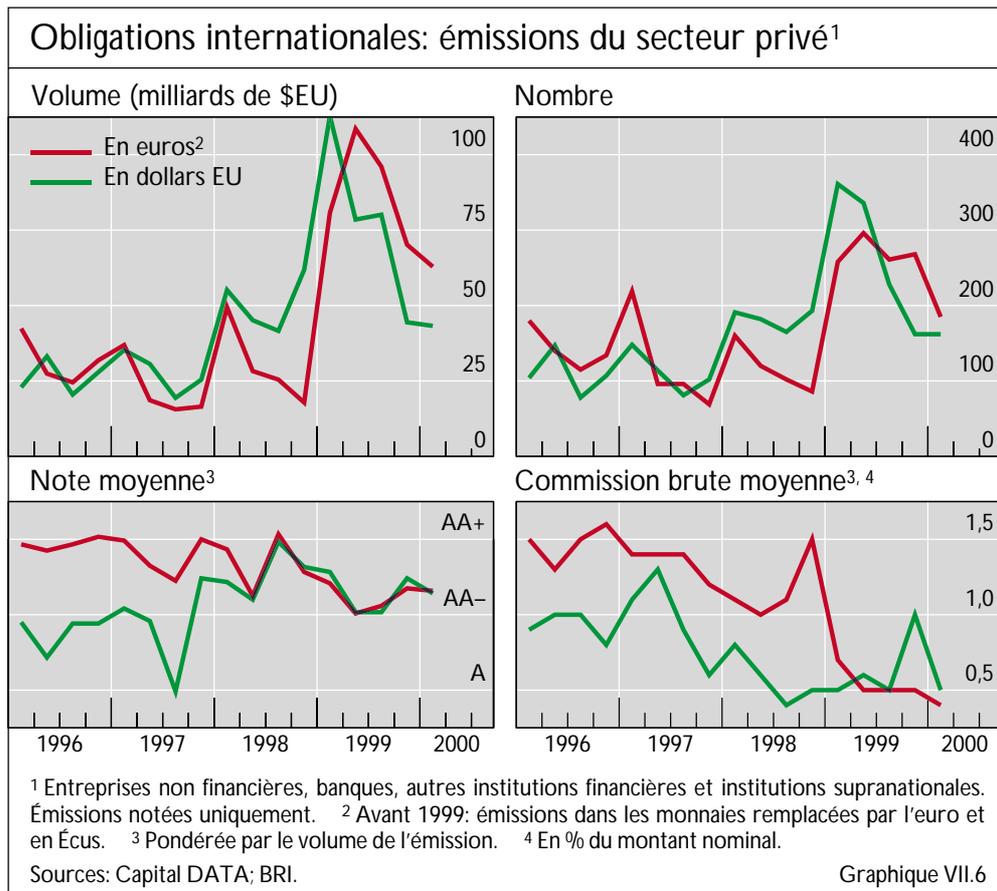


clientèle des investisseurs. En effet, la monnaie unique a assoupli les exigences réglementaires d'équilibrage des monnaies entre avoirs et engagements qui étaient imposées à de nombreux investisseurs institutionnels et les incitaient à donner une forte coloration nationale à leur portefeuille. Les compagnies d'assurances et les caisses de retraite ont ainsi pu profiter de l'élimination du risque de change et, en même temps, diversifier davantage leurs placements en les répartissant sur l'ensemble de la zone. Les investisseurs allemands, par exemple, qui avaient déjà beaucoup augmenté leurs achats d'avoirs étrangers libellés en euros avant la mise en place de la nouvelle monnaie les ont encore intensifiés par la suite, les avoirs sur la zone euro représentant en 1999 les deux tiers environ du total des sorties brutes d'Allemagne au titre des investissements de portefeuille.

Les catégories d'emprunteurs qui ont fait appel au marché des obligations en euros reflètent en partie la structure traditionnelle de la finance européenne, mais dans une certaine mesure aussi son évolution. Les principaux émetteurs, en termes de nombre d'émissions et de volume collecté, ont été les établissements bancaires européens (graphique VII.5), notamment allemands, lesquels ont placé des actifs titrisés sous forme de *Pfandbriefe*. Le succès de ces obligations foncières

Prédominance des titres émis par les banques ...





a d'ailleurs incité d'autres pays européens à créer par voie législative des instruments reproduisant leurs caractéristiques, afin de faciliter la titrisation. Ces innovations, récemment reprises en France, en Espagne et au Luxembourg, sont encore loin d'atteindre le niveau de maturité, de liquidité et de faveur dont bénéficient les titres allemands. Quant aux entreprises non financières, leur part dans le total des émissions, moins importante que celle des banques, a aussi augmenté, car elles ont profité du regain d'appétit pour le risque de crédit manifesté par les investisseurs européens. À l'intérieur de ce groupe, on trouve une forte proportion de sociétés de télécommunications qui ont fait un usage intensif des marchés obligataires pour financer la vague de fusions et acquisitions dans le secteur. En revanche, les gros emprunteurs, comme les institutions supranationales ainsi que les agences fédérales et sociétés de financement des États-Unis, restent sous-représentés sur le marché obligataire en euros par rapport à leur taille et à leur présence dans le monde. On explique souvent ce phénomène par les conditions défavorables prévalant sur les contrats d'échange, qui font monter le coût effectif du financement en dollars EU pour ces émetteurs habitués à des taux inférieurs au Libor.

... et les sociétés de télécommunications

Moins d'aversion pour le risque de crédit

L'avènement de l'euro a rendu caduques les stratégies d'investissement fondées sur l'arbitrage entre monnaies et la spéculation directionnelle sur les taux d'intérêt nationaux, ce qui a encouragé les investisseurs à se concentrer sur le risque de crédit. Les gestionnaires de portefeuilles institutionnels européens se sont formés à l'évaluation et à la gestion de ce risque et en ont peu à peu acquis le goût. L'élargissement progressif du marché à des signatures moins bien notées

Facteur déterminant le choix du chef de file: monnaie d'émission ou relation d'affaires					
Origine géographique de l'emprunteur		Monnaie d'émission			
		Monnaies remplacées par l'euro	Euro	Dollar EU	Ensemble des monnaies
Part de marché des chefs de file de même origine que la monnaie d'émission (en %) ¹					
Zone euro	1996–98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999–2000 ²	56,3	60,0	39,6	55,1
États-Unis	1996–98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999–2000 ²	–	26,9	79,4	71,1
Ensemble des pays	1996–98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999–2000 ²	50,5	53,0	69,3	58,2
Part de marché des chefs de file de même origine que l'emprunteur (en %) ³					
Zone euro	1996–98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999–2000 ²	18,1	42,1	22,3	36,6
États-Unis	1996–98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999–2000 ²	–	53,5	79,4	75,2
Ensemble des pays	1996–98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999–2000 ²	19,2	36,3	51,2	41,5

¹ Part du montant des obligations émises par les emprunteurs d'un groupe géographique (lignes) placée par des chefs de file de même origine que la monnaie d'émission (colonnes). Par exemple, en 1996–98, les banques des États-Unis ont placé 41,1% des obligations en dollars EU émises par les emprunteurs de la zone euro. ² Jusqu'à mi-mars. ³ Part du montant des obligations émises par les emprunteurs d'un groupe géographique (lignes) et libellées dans la monnaie indiquée (colonnes), placée par des chefs de file de même origine que l'emprunteur. Par exemple, en 1996–98, 19,2% des obligations en dollars EU émises par les emprunteurs de la zone euro ont été placées par des banques de même origine que l'emprunteur.

Sources: Capital DATA; calculs BRI. Tableau VII.2

témoigne de ce processus. Les investisseurs, naguère favorables aux seuls emprunteurs notés AA ou mieux, ont accepté une gamme de plus en plus large de signatures (graphique VII.6). Le segment des titres de qualité inférieure, certes toujours plus restreint et moins diversifié que son homologue en dollars EU, s'est rétabli, après sa chute brutale consécutive à la crise des marchés des capitaux en 1998.

La mise en place de la monnaie unique a beaucoup contribué à accroître la contestabilité du marché des services financiers fournis aux entreprises. Le tableau VII.2 montre qu'historiquement la sélection du chef de file d'une émission internationale est plus étroitement liée à la monnaie d'émission qu'au pays de l'emprunteur. Cela laisse entendre que la relation d'affaires entre les dirigeants de société et leur banquier compte moins dans le choix du chef de file que la capacité de ce dernier à déterminer correctement le prix de l'émission et à la placer avec succès dans un marché qu'il connaît bien. L'avènement de l'euro a diminué l'avantage de proximité dont bénéficiaient les banquiers européens en raison de leur relation avec des investisseurs fortement axés sur la monnaie nationale. Si cette évolution n'a pas d'incidence majeure sur les enseignements du tableau, le cadre inférieur droit du graphique VII.6 fait apparaître une convergence

Concurrence accrue entre chefs de file

rapide des commissions pratiquées sur le segment de l'euro vers le niveau de celui du dollar EU au cours des deux dernières années. Conjuguée au rapprochement de la qualité moyenne des signatures et du volume d'émission dans les deux segments, cette convergence des commissions indique clairement l'intégration progressive du marché obligataire international.

L'essor du marché des obligations d'entreprises libellées en euros exercera un effet durable sur la structure financière européenne, qui se caractérisait traditionnellement par la prédominance de l'intermédiation bancaire. L'existence d'une gamme élargie d'investisseurs plus réceptifs encouragera sans doute une nouvelle catégorie d'emprunteurs privés à privilégier l'endettement par émission de titres. Parallèlement, les établissements bancaires eux-mêmes seront probablement incités à utiliser le marché pour financer les avoirs moins liquides de leur portefeuille. De toute évidence, cette évolution, en augmentant l'éventail des ressources disponibles, accroîtra l'efficacité du mécanisme d'allocation de l'épargne, pour le bien de toute l'économie européenne. Toutefois, en rendant les bilans des entreprises et des banques plus sensibles aux conditions du marché, cette tendance posera vraisemblablement aussi de nouveaux défis pour la stabilité financière de la zone.

Marchés des actions

Offre abondante

Deux des évolutions les plus marquantes sur les marchés européens des actions en 1999 – le dynamisme des introductions et la montée en régime des Bourses spécialisées dans les titres de jeunes sociétés prometteuses – ne sont qu'indirectement liées à la mise en place de la nouvelle monnaie. En effet, les introductions ont été facilitées par la hausse générale des cours et par la tendance des États à se dégager des activités commerciales. Les émissions brutes d'actions internationales par les sociétés de la zone euro ont augmenté de près de 70% par rapport à la moyenne des deux années précédentes. La baisse des rendements obligataires dans une grande partie de la zone, conséquence de la convergence économique, a contribué à accroître l'intérêt des petits investisseurs pour les placements en actions plus risqués mais potentiellement plus rentables. En fait, le volume record versé sur les OPCVM actions a soutenu les cours dans la plupart des marchés de la zone.

De nouveaux types d'émetteurs

Une nouvelle génération d'entrepreneurs européens moins frileux vis-à-vis du marché financier a fait entrer en Bourse un nombre grandissant de petites et moyennes entreprises. Cette tendance a été accentuée par la réussite des «nouveaux marchés» créés dans de nombreux pays européens dans le but de financer le capital de petites sociétés dynamiques à fort potentiel. Après une période d'essor au début de 1999, ces marchés ont été perturbés pendant une grande partie de l'année par une offre excédentaire de nouveaux titres. La situation s'est améliorée en novembre, sous l'influence de la remontée mondiale des actions de la «nouvelle économie» (chapitre VI). Cette fois, la vague d'entrées en Bourse a été bien accueillie par un groupe plus diversifié d'investisseurs convaincus de l'attrait du secteur.

On attendait en général que l'avènement de l'euro marque le début d'un nouveau mode d'évaluation des actions pour les sociétés de la zone UEM. L'importance des facteurs économiques divergents qui affectent les cours

était censée diminuer, étant donné l'élimination du risque de change, l'unification complète de l'orientation monétaire et le rapprochement des tendances budgétaires dans les pays de la zone. En outre, l'expansion des activités commerciales transfrontières, stimulées par l'ouverture du marché unique, devait donner plus de poids aux facteurs sectoriels qu'aux paramètres nationaux dans l'évaluation des sociétés. Or, les chiffres dont on dispose jusqu'à présent ne font pas apparaître de changement notable. Les mouvements des cours au sein de la zone euro continuent de dépendre davantage du pays que du secteur, preuve que les portefeuilles des investisseurs reflètent encore une forte préférence locale.

Les anciens critères d'évaluation subsistent

Cette persistance de la segmentation des marchés boursiers peut s'expliquer en partie par l'absence, à ce jour, d'une infrastructure de négoce intégrée couvrant l'ensemble de la zone. De nombreuses initiatives ont pourtant cherché à créer une plateforme unifiée qui, par des accords bilatéraux ou multilatéraux entre places, permettrait aux investisseurs de la zone euro et aux autres d'opérer sans coupure sur les actions des sociétés européennes. Le projet le plus ambitieux dans ce domaine est l'alliance regroupant six des principales Bourses de la zone euro avec celles de Londres et de Zurich, en vue de créer un marché paneuropéen pour les actions des sociétés les plus capitalisées et les plus traitées. L'intention est de commencer par des étapes simples, comme

Évolution graduelle vers la création d'une Bourse paneuropéenne

Indicateurs boursiers										
	Capitalisation ¹				Volume ²			Nombre de sociétés cotées ¹		
	en milliards de dollars EU			1999 en % du PIB	en milliards de dollars EU					
	1990	1995	1999		1990	1995	1999	1990	1995	1999
Zone euro	1 169	2 119	5 526	85	737	1 237	4 342	2 485	2 592	3 893
Allemagne	355	577	1 432	68	509	594	1 551	413	678	1 043
France	314	522	1 503	105	121	213	770	578	450	968
Italie	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
Espagne ³	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Pays-Bas	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Belgique	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Autriche	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portugal	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finlande	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irlande	...	26	69	75	48	...	80	84
Luxembourg	10	30	34	192	–	–	1	54	61	50
États-Unis ⁴	3 059	6 858	16 773	181	1 778	5 481	19 412	6 599	7 671	7 297
Japon ⁵	2 918	3 667	4 455	102	1 288	884	1 676	2 071	2 263	1 889
Royaume-Uni	849	1 408	2 955	206	543	1 153	3 399	1 701	2 078	2 292
Canada ⁶	242	366	789	124	71	185	389	1 144	1 196	1 406
Suisse	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

¹ Sociétés résidentes. ² Total du négoce; actions des sociétés cotées, résidentes ou non. Les règles de déclaration et les méthodes de calcul différant selon le pays, les chiffres ne sont pas totalement comparables. ³ Bourses de Barcelone, Bilbao, Madrid et Valence; volume: Madrid uniquement. ⁴ AMEX, Nasdaq et New York Stock Exchange; volume: à l'exclusion d'AMEX. ⁵ Bourses d'Osaka et de Tokyo; volume: Tokyo uniquement. ⁶ Bourses de Montréal, Toronto et Vancouver.

Sources: Fédération internationale des Bourses de valeurs (FIBV); Société financière internationale; Bourse suisse.

Tableau VII.3

l'harmonisation des horaires de séance, pour mettre progressivement en place une infrastructure commune de négociation ainsi que des dispositifs uniformes de règlement et de compensation. En augmentant la liquidité et en réduisant le coût du traitement des opérations, cette évolution aiderait les marchés européens des actions à atteindre une taille correspondant à l'importance de l'économie de la zone (tableau VII.3). Toutefois, ce projet a avancé plus lentement que souhaité. La conclusion d'un accord sur une architecture commune a été freinée par les ambitions de quelques membres de l'alliance et par leur réticence à modifier les pratiques et règles établies. La déception provoquée par cette stagnation et l'intensification de la concurrence résultant de l'arrivée récente de systèmes de courtage en ligne ont poussé certaines Bourses à rechercher une coopération plus étroite, mais à un niveau plus restreint. Les exemples les plus notables sont les fusions annoncées entre London Stock Exchange et Deutsche Börse, pour donner naissance au deuxième marché mondial en termes de capitalisation, ainsi qu'entre Paris, Amsterdam et Bruxelles, regroupement de taille à rivaliser en Europe avec le précédent. D'autres Bourses européennes devraient, par la suite, rejoindre l'un de ces deux pôles.

Concentration dans le secteur financier

L'euro a permis la concentration ...

L'euro a joué un rôle crucial dans la restructuration de l'intermédiation financière dans la zone de l'UEM et sa périphérie, en renforçant les facteurs qui poussent depuis quelque temps à la concentration. Il a levé les obstacles économiques à l'offre transfrontière de services financiers et ainsi accru les possibilités de croissance et de diversification pour les banques de la zone. Il a aussi renforcé la

Zone euro: fusions et acquisitions dans le secteur financier ¹										
	Dans un même pays de la zone euro		Entre deux pays de la zone euro		Avec un pays hors zone euro		Total		En % ²	
	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³
Entre banques										
1998	7	8 445	1	147	12	13 787	20	22 379	12,7	13,0
1999	9	41 242	4	9 465	15	7 495	28	58 202	15,9	34,2
2000 ⁴	3	4 528	–	–	5	11 654	8	16 182	26,7	62,0
Entre banques et institutions financières non bancaires										
1998	4	28 604	1	646	3	897	8	31 147	24,2	37,9
1999	3	20 816	1	800	12	4 130	16	25 746	20,8	56,4
2000 ⁴	8	4 768	1	1 631	4	653	13	7 052	48,1	39,1
Entre institutions financières non bancaires										
1998	6	7 299	2	7 974	7	1 201	15	16 474	11,8	13,8
1999	11	15 508	4	378	19	21 888	34	37 774	15,7	40,7
2000 ⁴	4	5 071	1	9	5	454	10	5 534	23,3	18,8

¹ L'établissement acquéreur ou cible est résident de la zone euro. Opérations conclues ou en cours; valeur à la date de l'annonce. ² Par rapport aux fusions et acquisitions dans le monde. ³ En millions de dollars EU. ⁴ Jusqu'au 10 avril.
Source: Bloomberg. Tableau VII.4

Coûts de structure dans le secteur bancaire						
	Nombre de succursales pour 1 000 habitants			Nombre d'emplois pour \$1 000 d'actifs		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
États-Unis	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Japon ¹	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Zone euro ²	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 ³

¹ Ratio d'emploi: banques commerciales uniquement. ² Ratio d'emploi: Allemagne, France, Italie, Belgique, Pays-Bas et Espagne. ³ 1997.
Sources: données nationales. Tableau VII.5

tendance à la formation d'institutions de grande taille capables de tirer pleinement avantage des économies d'échelle dues au progrès technologique. Parallèlement, il a entraîné une intensification de la concurrence, du moins au niveau du marché de gros, ce qui a augmenté les incitations à créer des établissements susceptibles de se livrer une concurrence efficace, à l'échelle de l'Europe, pour la clientèle d'entreprises.

Le mouvement de concentration dans le secteur financier européen, qui s'était accéléré en prévision de l'avènement de la monnaie unique, ne s'est pas ralenti. Il a aussi touché la périphérie de la zone euro, en partie par effet de contagion et dans une perspective d'adhésion à l'UEM. Toutefois, si les fusions et acquisitions ont fréquemment pris une dimension intersectorielle, elles restent en grande mesure limitées aux frontières nationales. Les rapprochements transfrontières actuels prennent généralement la forme d'alliances stratégiques, souvent renforcées par des participations minoritaires sans pouvoir de contrôle.

Plusieurs facteurs expliquent cette préférence pour le cadre national. Tout d'abord, les fusions dans ce cadre donnent des occasions plus évidentes de réduire les coûts en diminuant les chevauchements et les capacités excédentaires au sein des réseaux. Deuxièmement, ces opérations risquent moins, en principe, de provoquer un conflit de cultures d'entreprise et de gestion, l'une des causes d'échec les plus fréquentes. Troisièmement, une forte présence nationale est considérée comme une condition préalable à la réussite des alliances transfrontières, dans la mesure où elle confère une position de négociation plus solide. Enfin, les faits montrent que l'on peut réaliser davantage d'économies d'échelle dans les opérations de gros, plus faciles à centraliser, que dans celles de détail, où la proximité joue un rôle crucial. Dans ce sens, l'évolution à laquelle on a assisté jusqu'à maintenant ne représente probablement que la première étape de ce processus de concentration, dont on peut penser qu'il prendra peu à peu une dimension plus internationale.

... surtout à l'échelon national

Structure de contrôle et de réglementation

L'objectif d'un marché unique des services financiers en Europe remonte au traité de Rome de 1957. Toutefois, les forces du marché n'ont pas pu surmonter à elles seules les obstacles juridiques, réglementaires et pratiques à la fourniture de services transfrontières. L'Union européenne, consciente des difficultés

Un dispositif qui combine harmonisation et décentralisation ...

inhérentes à une harmonisation complète de toutes les normes nationales, a adopté dans ce domaine une méthode fondée sur les principes de la reconnaissance mutuelle des cadres réglementaires, sous réserve du minimum d'harmonisation nécessaire, et du contrôle par l'État d'origine. Cette méthode a obtenu de bons résultats en facilitant la mise en place de législations d'importance capitale. Dans le même temps, elle a donné naissance à un dispositif réglementaire dans lequel les éléments communautaires coexistent avec d'autres qui restent sous le contrôle des autorités nationales et peuvent donc différer entre pays. Cette double approche d'harmonisation et de décentralisation a été transposée à l'UEM, dans laquelle la conduite de la politique monétaire est totalement centralisée, tandis que la responsabilité de la stabilité financière reste, dans une grande mesure, aux mains des autorités nationales.

... a des conséquences pour la concurrence ...

Dans un marché exempt de distorsions de concurrence, des institutions similaires doivent avoir les mêmes possibilités d'accès et supporter les mêmes charges du dispositif de contrôle et de réglementation ainsi que des modes de traitement des difficultés financières. Le maintien d'un contrôle décentralisé sur des éléments importants du dispositif pose la question de ses implications éventuelles pour l'«égalité du champ concurrentiel» au sein de l'Union. En poussant plus loin l'intégration de l'environnement économique des institutions financières de l'UE, l'avènement de l'euro a mis en évidence les possibilités de distorsions de concurrence qui peuvent résulter de différences entre les éléments demeurant décentralisés.

... et la stabilité financière

La décision de laisser aux autorités nationales une bonne partie de la responsabilité en matière de stabilité financière a aussi amené à s'interroger sur les mécanismes qu'il conviendrait de mettre en place pour atteindre cet objectif dans l'ensemble de la zone euro. Les principaux problèmes portent sur les conséquences de la décentralisation pour l'équilibre entre les incitations en direction des autorités nationales compétentes et les moyens dont elles disposent pour maintenir la stabilité dans un environnement financier qui se mondialise. Ces questions ont pris davantage d'importance depuis que l'euro a favorisé l'intégration économique.

La relation entre ces deux objectifs – égalité concurrentielle et stabilité financière – est plus étroite et complexe qu'on pourrait le croire à première vue. L'expérience montre que les distorsions de concurrence peuvent menacer la stabilité en incitant à prendre des risques excessifs. À l'inverse, une situation dans laquelle le principe d'égalité de traitement impose des limites à l'octroi d'une assistance aux institutions en difficulté pourrait compliquer la gestion des tensions financières.

Dispositifs actuels

Le principe du contrôle par le pays d'origine ...

Depuis qu'il a été adopté dans la deuxième Directive de coordination bancaire, le principe du «contrôle par le pays d'origine» fait partie intégrante des grandes initiatives d'ordre législatif visant à développer le marché financier unique. Ce même principe constitue aussi un élément important dans la conception du cadre prudentiel de l'UEM. Il attribue la responsabilité de la surveillance des établissements de crédit, sur une base consolidée au niveau mondial, à l'«autorité compétente» de l'État membre ayant octroyé l'agrément, sous réserve de

l'harmonisation de normes prudentielles minimales. Les responsables du contrôle dans le pays d'accueil doivent communiquer toutes les informations nécessaires aux autorités du pays d'origine. En revanche, les règles d'ordre commercial sont sous la responsabilité du pays hôte.

Avant même l'avènement de l'euro, ce principe a servi de base à un réseau complexe de coopération entre autorités de réglementation et de contrôle. La collaboration et l'échange d'informations entre pays ont été mis en place de façon bilatérale, par des protocoles d'accord, et au niveau communautaire, par le Comité consultatif bancaire et le Groupe de contact. Des structures parallèles ont été créées, au niveau de l'UE, pour les autorités responsables de l'assurance et des valeurs mobilières. Les dispositifs nationaux de surveillance du secteur financier varient notablement, allant d'une agence unique à une structure comportant plusieurs organismes chargés chacun d'un domaine spécifique, et confèrent à la banque centrale un rôle plus ou moins étendu. En conséquence, chaque comité, bien que cloisonné au plan sectoriel, travaille avec des organismes assurant le contrôle de maintes activités. Toutefois, les structures officielles qui regroupent les responsables de la surveillance dans les trois secteurs n'ont été créées que récemment et leur caractère est manifestement plus consultatif que prescriptif, conformément à la pratique actuelle de nombreux États membres.

Mis à part la centralisation de la conduite de la politique monétaire, la création de l'euro n'a pas fondamentalement modifié, jusqu'à présent, cette situation. Le traité de Maastricht assigne à l'Eurosystème la tâche de contribuer «à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier». Les missions de contrôle restent donc au niveau des États, en vertu d'un arrangement qui entérine les différences marquées entre les pratiques et les pouvoirs des diverses agences nationales et s'abstient de pousser plus loin l'harmonisation. Si le texte du traité n'exclut pas l'attribution à la BCE de responsabilités dans ce domaine, il a été décidé de ne pas faire usage de cette possibilité au stade actuel. Le traité confère aussi à l'Eurosystème la responsabilité de la surveillance des systèmes de paiement, consolidant les fondements juridiques des politiques suivies par certaines banques centrales nationales en la matière. Enfin, dans le cadre du développement de la coordination, le Comité de contrôle bancaire du SEBC associe désormais les responsables de la stabilité financière et de la surveillance des systèmes de paiement aux réunions des autorités nationales de contrôle bancaire.

Dans le domaine de l'assurance des dépôts, la Directive de 1994 a harmonisé en partie les dispositifs en les rendant obligatoires dans tous les États membres et en fixant une couverture *minimale* uniforme de €20 000 par déposant, les systèmes nationaux ayant, toutefois, la possibilité d'offrir une protection plus élevée. La Directive ne se prononce pas sur plusieurs autres aspects, touchant notamment à la gestion et au mode de financement.

En ce qui concerne le traitement des institutions en difficulté, l'harmonisation des règles et procédures relatives à la réorganisation et à la liquidation n'a pas beaucoup avancé. Celles-ci sont toujours régies par le principe du contrôle du pays d'origine et par la législation nationale. Les lois sur les prises de contrôle et les valeurs mobilières, qui peuvent avoir une grande incidence

... incite à la coordination

L'UEM fait intervenir l'Eurosystème

Harmonisation minimale de l'assurance des dépôts

Les procédures de liquidation ...

pour l'efficacité des solutions apportées par le marché aux institutions en difficulté, présentent des différences notables entre pays. Il en résulte une absence d'uniformité en matière de droits attachés aux actions et de pouvoirs des conseils d'administration et des actionnaires. Les autorités nationales restent chargées d'examiner les prises de contrôle bancaires dans le cadre de leur responsabilité de sauvegarde de la stabilité financière, même si leur action est limitée par les règles de l'UE sur la liberté des mouvements de capitaux.

... et le soutien de liquidité ...

L'utilisation de fonds publics pour le sauvetage d'une banque est soumise aux règles de l'UE sur les aides de l'État. La Commission européenne, tout en reconnaissant la spécificité du secteur bancaire, est d'avis que le droit communautaire fixe clairement un critère d'égalité des «conditions concurrentielles», soumettant par là même tout soutien financier public à son examen. L'emploi de fonds de banque centrale dans la gestion des crises relève du mécanisme de fourniture de liquidité d'urgence. Or, ni le traité de Maastricht ni le statut du SEBC ne confèrent à la BCE le mandat explicite de fournir directement ce soutien aux institutions financières. Au contraire, en attribuant aux autorités nationales la responsabilité du maintien de la stabilité financière, le traité confie implicitement cette tâche aux banques centrales nationales. Les accords conclus par la suite ont entériné ce principe de base (voir ci-après).

... restent sous contrôle national

Élimination des inégalités concurrentielles

Le cadre présente des ressemblances avec celui des États-Unis ...

Pour évaluer si les dispositifs actuels visant à garantir la stabilité financière dans l'Union européenne risquent de susciter des inégalités concurrentielles, il est utile de les comparer avec ceux des États-Unis, qui possèdent aussi un cadre de surveillance du système financier fondé sur la coexistence de nombreuses agences de réglementation et de contrôle. En réalité, étant donné que la législation de ce pays établit traditionnellement une distinction stricte entre opérations bancaires et sur titres, le mandat de l'autorité de contrôle bancaire y est plus restreint qu'en Europe, où les entreprises d'investissement sont normalement agréées comme établissements de crédit. Cette caractéristique a tendance à amplifier les différences d'approche dans les deux domaines. Toutefois, le système américain comporte, au moins pour les banques, des éléments compensateurs qui contribuent à en uniformiser le traitement. Ainsi, le mécanisme d'action correctrice rapide oblige en fait les organismes de contrôle à coordonner leur intervention en cas de dégradation de la situation financière d'un établissement. La centralisation de la fonction de prêteur en dernier ressort au niveau de la Réserve fédérale garantit l'harmonisation des conditions dans lesquelles les établissements peuvent obtenir un soutien de liquidité. Enfin, les règles des divers États fédérés exigent que les banques offrent toutes la même couverture nominale d'assurance des dépôts, tandis que sa centralisation dans la Federal Deposit Insurance Corporation assure une application uniforme de la garantie.

... mais aussi des différences importantes ...

Or, le cadre actuel de l'UE comporte une partie seulement de ces mécanismes. La Directive relative à l'assurance des dépôts n'a institué qu'une couverture minimale, ce qui permet une divergence sensible des niveaux de protection (tableau VII.6), sans prescrire d'autres règles de nature à compenser ces écarts, par exemple en ce qui concerne les primes et le mode de financement. Il n'existe pas d'équivalent institutionnel du dispositif d'action correctrice rapide

qui définisse précisément l'intervention des organismes de contrôle face à une institution en difficulté, et les conditions d'accès au soutien de liquidité des banques centrales ne sont pas non plus harmonisées. Certes, du fait des restrictions aux aides de l'État, les autorités nationales disposent d'un pouvoir limité pour examiner les fusions et acquisitions ou organiser le redressement des

Systèmes de protection des dépôts ¹				
	Couverture par déposant		Fonds de garantie	Gestion ²
	en euros	en % du PIB par habitant		
Allemagne	20 000 ³	85,4	oui ⁴	privée ³
France	60 980	276,6	non	privée
Italie	103 291 ⁵	559,5	non ⁶	privée
Espagne	15 000 ⁷	113,5	oui	mixte
Pays-Bas	20 000	90,1	non	mixte
Belgique	15 000 ⁷	68,4	oui ⁸	mixte
Autriche	18 895	80,6	non ⁹	privée
Portugal	15 000 ¹⁰	156,1	oui ¹¹	publique
Finlande	25 228	113,4	oui	privée
Irlande	15 000 ¹²	73,3	oui	publique
Luxembourg	15 000 ⁷	40,6	non	privée
Royaume-Uni	22 222 ¹³	105,0	oui ¹⁴	publique
Suède	26 349	109,9	oui	publique
Danemark	42 000	143,5	oui	publique
Grèce	20 000	193,8	oui	mixte
UE ¹⁵	20 000 ¹⁶	99,1	, ¹⁷	, ¹⁸
États-Unis	85 708	296,6	oui	publique
Japon	60 853 ¹⁹	226,0	oui	mixte
Canada	33 220	186,5	oui	publique
Suisse	20 000	56,8	non	privée

¹ En vigueur fin 1998. ² Assurée par l'État (publique), la profession (privée) ou les deux (mixte).
³ Pour la quasi-totalité des banques, 100 %, dans la limite de 30 % des fonds propres de la banque. Coassurance publique de 90 %, à concurrence de €20 000. ⁴ Des cotisations supplémentaires peuvent être appelées si nécessaire pour faire face aux obligations du fonds. Elles sont limitées au double de la contribution annuelle. ⁵ 100 %, à concurrence de 200 millions de liras (€103 291).
⁶ Les banques engagent les sommes ex ante, mais les contributions sont versées ex post. ⁷ Jusqu'à décembre 1999; €20 000 par la suite. ⁸ En cas de réserves insuffisantes, les banques peuvent être appelées à payer, chaque année si nécessaire, une contribution supplémentaire exceptionnelle de 0,04 % au maximum. ⁹ Garantie en fonction des incidents. ¹⁰ 100 %, à concurrence de €15 000; 75 % entre €15 000 et €30 000; 50 % entre €30 000 et €40 000. ¹¹ Le paiement des contributions annuelles peut être en partie remplacé, dans la limite de 75 % fixée par la loi, par l'engagement de verser au fonds la somme due, à tout moment qu'il juge nécessaire. ¹² 90 %, à concurrence de €15 000. ¹³ 90 % des dépôts protégés, à concurrence de £20 000 (ou de la contre-valeur de €22 222 si celle-ci est supérieure). ¹⁴ Contribution initiale de £10 000 au moment de l'agrément de la banque; apports supplémentaires si les ressources du fonds tombent au-dessous de £3 millions, avec un plafond de £300 000 par banque, calculés sur l'encours des dépôts assurés; cotisations spéciales calculées sur l'encours des dépôts assurés, mais sans plafond. ¹⁵ Directive européenne relative aux systèmes de garantie des dépôts. ¹⁶ La couverture minimale était initialement établie à 20 000 Écus; le taux de conversion a été fixé à 1 Écu = 1 euro à fin décembre 1998. ¹⁷ Déterminé par chaque État membre. ¹⁸ La Directive stipule uniquement que chaque État membre veille à l'instauration et à la reconnaissance officielle sur son territoire d'un ou de plusieurs systèmes de garantie des dépôts. ¹⁹ Couverture totale jusqu'en mars 2001.

Sources: J. R. Barth, D. E. Nolle et T. N. Rice (1997) et FMI, cités dans A. Prati et G. J. Schinasi, «Financial stability in European economic and monetary union», *Princeton Studies in International Finance*, N° 86, Princeton University, août 1999; données nationales; calculs BRI. Tableau VII.6

établissements insolvable. Elles n'en conservent pas moins, en pratique, une grande marge de manœuvre pour tenir compte de considérations nationales.

... qui pourraient donner lieu à des distorsions

Bien entendu, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure ces différences entre pays affectent les conditions de concurrence. Cela tient notamment au fait qu'il ne faut pas se contenter d'examiner leurs effets isolément, mais qu'il importe de les replacer dans l'architecture générale des dispositifs et des pratiques effectives. Toutefois, les mesures prises ou examinées par la Commission européenne dans le domaine des aides de l'État au secteur bancaire montrent qu'elle est de plus en plus sensible à leur impact éventuel sur la concurrence. Or, celui-ci va très probablement s'amplifier dans l'avenir. Cette évolution est due en partie à l'avènement de l'euro, qui a accru la transparence et donné un nouvel élan à l'intégration des marchés. En outre, sur un plan plus général, à mesure que l'harmonisation s'étendra à d'autres éléments du cadre réglementaire de l'UE, l'avantage concurrentiel qui peut résulter des différences entre les aspects restés sous contrôle national devrait jouer un rôle relativement plus important. Pour s'en rendre compte, il suffit de mentionner la grande diversité, selon les pays, des pouvoirs et des pratiques des organismes prudeniels ainsi que des filets de sécurité.

Sauvegarde de la stabilité financière

Les questions soulevées par les dispositifs actuels de sauvegarde de la stabilité financière dans la zone euro portent principalement sur l'attribution des responsabilités et l'échange d'informations entre les autorités concernées.

Les ambiguïtés sur la responsabilité du soutien de liquidité ...

Initialement, les critiques visant la fourniture de liquidité d'urgence (FLU) se sont concentrées sur les ambiguïtés du traité en ce qui concerne sa mise en œuvre, en cas de nécessité, et l'attribution des responsabilités correspondantes. Toutefois, les mesures prises par les autorités au cours de la période sous revue montrent clairement que la responsabilité de la FLU relève essentiellement des autorités nationales compétentes, selon la définition de chaque pays, tandis que l'Eurosystème conserve le pouvoir de gérer les conditions globales de liquidité par ses opérations monétaires. Certaines caractéristiques techniques ont facilité cette distinction. Premièrement, dans le cadre de l'UEM, la frontière est nettement tracée entre la FLU, d'une part, et les opérations à caractère monétaire, d'autre part, étant donné l'existence de facilités permanentes à l'initiative des emprunteurs et d'une liste prédéfinie des titres admis en garantie. La FLU commence là où s'arrêtent les opérations normales. À l'inverse, dans d'autres pays, comme les États-Unis, le crédit de fin de journée accordé à la discrétion des autorités relève de la même facilité que la FLU. En outre, le gisement relativement important de garanties et l'accès aisé aux facilités permanentes dans l'Eurosystème signifient que la marge disponible avant la mise en œuvre de la FLU est plus grande qu'ailleurs. Deuxièmement, le fait que les objectifs opérationnels de la politique monétaire sont spécifiquement axés sur les taux d'intérêt à court terme et non sur un montant de réserves donne plus de liberté aux banques centrales des pays membres. En particulier, si les difficultés financières sont liées à une modification de la demande de réserves au niveau national, voire européen, l'Eurosystème pourrait répondre à ces besoins sans modifier l'orientation de sa politique, tant que les taux d'intérêt

... ont été levées

resteraient maîtrisés. Les mécanismes permettant d'échanger rapidement des informations avec le Conseil des gouverneurs de la BCE, responsable en dernier ressort des décisions de politique monétaire, garantissent la prise en compte intégrale de l'incidence de ces mesures nationales sur la mise en œuvre de la politique.

La FLU n'est qu'un instrument dans la panoplie disponible, face à des difficultés pouvant aller de la simple pénurie de liquidités jusqu'à l'insolvabilité totale. La question plus générale est de savoir si l'attribution aux autorités nationales de cette fonction élargie à l'égard des institutions du «pays d'origine» ne risquerait pas de créer des difficultés dans certaines circonstances. On peut imaginer, en effet, des situations dans lesquelles ce pouvoir pourrait engendrer des incitations qui ne seraient pas totalement compatibles avec les exigences de stabilité pour l'ensemble de la zone. On peut prendre l'exemple d'institutions qui ne joueraient un rôle systémique qu'à l'extérieur de leur marché d'«origine» ou qui, de fait, auraient plus d'un marché «national» à cause de la portée géographique de leurs opérations et, peut-être aussi, de la répartition de leur actionnariat. Faute de mécanismes adéquats de partage des charges, ces situations pourraient empêcher les autorités de réagir rapidement, voire favoriser l'inaction. Quoi qu'il en soit, les scénarios de ce type sont fondés sur un niveau d'intégration financière qui paraît très supérieur à celui obtenu jusqu'à présent dans le cadre de la zone euro.

Les progrès vers l'élimination des différences entre certains éléments importants des cadres juridiques nationaux permettront vraisemblablement aux mécanismes de marché de traiter plus efficacement les cas de difficultés financières. Il serait utile qu'un marché liquide des pensions livrées complète les prêts interbancaires secs, surtout pour les périodes de tensions où les intervenants sont particulièrement sensibles au risque de crédit. La mise en place d'un cadre juridique et d'une infrastructure de marché, dont l'absence jusqu'à présent a freiné le développement de ce compartiment pour la zone euro, réduirait les risques de recours à la facilité d'urgence de la banque centrale. De même, l'harmonisation plus poussée des législations nationales sur les valeurs mobilières et les faillites ainsi que des dispositions régissant l'approbation des fusions et acquisitions pourraient aider au règlement des difficultés financières par des solutions transfrontières privées.

Dans tous les cas, il n'est guère douteux que le renforcement de l'intégration financière dû à la monnaie unique confère une importance particulière aux mécanismes d'échange d'informations entre les autorités chargées de sauvegarder la stabilité financière. Il faut, en effet, qu'elles puissent accéder rapidement à des informations exactes, d'abord pour détecter suffisamment tôt les points vulnérables, en vue d'une action préventive, et ensuite pour évaluer l'étendue et l'intensité des tensions quand elles apparaissent. La création de l'Eurosystème fournit l'occasion de rationaliser et de renforcer les mécanismes existants. De nouveaux efforts seront cependant nécessaires pour améliorer le fonctionnement des arrangements en vigueur, surtout en ce qui concerne la communication et la coopération entre les autorités de contrôle des divers secteurs au niveau international, leur collaboration avec les banques centrales et la convergence des pratiques de contrôle.

La décentralisation pourrait être source de difficultés ...

... dans les cas d'intense activité transfrontière

Il est essentiel d'harmoniser les cadres juridiques ...

... et de renforcer la coopération entre autorités de contrôle

Il est difficile de prévoir comment évoluera le système de sauvegarde de la stabilité financière. Le résultat dépendra en grande partie du rythme de l'intégration financière, du fonctionnement des arrangements au cas où ils seraient mis à l'épreuve et de la situation politique générale. Le partage actuel entre centralisation et décentralisation représente un cas unique. Néanmoins, à mesure que l'on s'approchera de l'objectif encore lointain du véritable marché unique, l'action des forces sous-jacentes devrait faire pencher la balance dans le sens de la centralisation ou de l'harmonisation, selon des modalités et une chronologie qui restent cependant imprécises.