



Renforcer l'architecture de la zone euro par le marché (seconde partie)

par
Wolf-Georg Ringe



Wolf-Georg Ringe est Professeur de droit à l'Université de Hambourg où il dirige l'Institut Droit et Économie. Il est également Professeur invité à l'Université d'Oxford.



1. Introduction

Dans un précédent numéro de ce journal¹, j'ai exploré la question du renforcement de la construction de la zone euro dont les faiblesses sont devenues évidentes ces dernières années. Mon argument principal est qu'une intégration plus complète des marchés financiers pourrait stabiliser la zone euro en permettant un meilleur partage des risques. Dit autrement, cela permettrait de faire en sorte que les chocs externes soient répartis à travers la zone euro au lieu d'être subis par un seul état membre. Malgré la critique théorique précieuse du professeur Jean-Pierre Centi², je continue de considérer cette proposition comme un moyen pragmatique et faisable pour stabiliser l'union monétaire, en particulier compte tenu des difficultés à trouver un consensus politique pour aller vers une intégration politique ou fiscale plus profonde³.

¹ Wolf-Georg Ringe, « Renforcer l'architecture de la zone euro par le marché, » *Journal des libertés*, N°9, 27-44. Disponible à : <http://bit.ly/37WKtez>

² Jean-Pierre Centi, « Renforcer l'architecture de la zone euro : un vœu pieux, », *Journal des libertés*, N°9, 45-57. Disponible à <https://bit.ly/3rDGJGv>

³ [NDLR] Cet article a été rédigé avant la crise COVID et pour cette raison ne fait pas référence aux décisions récentes de politiques monétaires et fiscales que la pandémie a suscitées. Nous renvoyons le lecteur intéressé par une lecture de cette actualité récente à l'article d'Alexander Fink publié dans ce même numéro. Le présent article aborde une question qui se pose depuis quelques années et demeure d'actualité (et que nous avons commencé d'aborder dans notre numéro 9) : Que peut-on attendre d'une meilleure intégration des marchés de capitaux au sein de l'UE et dans quelle mesure cela renforcerait-il la



Jusqu'à présent, j'ai développé mon argument d'un point de vue purement économique – et il est bon de noter que je ne suis pas isolé dans cette conviction ; il existe une certaine dynamique dans la littérature économique et le débat politique pour soutenir cette idée (voir par exemple Weidmann 2017 ; Sandbu 2017a, b ; Bayoumi et Eichengreen 2017 ; Bénassy-Quéré et al, 2019). Le but est maintenant d'aller plus loin en détaillant un certain nombre d'étapes individuelles qui permettront de réaliser cet objectif du partage des risques par le biais d'un marché intégré. Traduire ce qui est jusque-là conceptuel en propositions politiques concrètes : tel est l'objectif.

2. Caractéristiques générales

Pour illustrer les avantages de l'approche proposée, examinons l'argument économique qui lui sert de base. Selon cet argument, en l'absence de frictions, l'intégration financière transfrontalière se ferait spontanément, sans nécessiter aucun soutien actif des gouvernements. Ainsi la littérature économique générale est persuadée des avantages de l'intégration financière, mais elle repose également sur l'hypothèse que les capitaux circuleraient naturellement vers les endroits où ils sont les mieux valorisés. Cependant, les expériences du monde réel sont sensiblement différentes (Lucas 1990). Au lieu d'aller là où le rendement est le plus élevé, les flux de capitaux sont encore largement influencés par leurs pays d'origine (Lewis 1999). Les institutions en place jouent évidemment un rôle central dans l'explication de ce paradoxe. Nous savons en effet depuis Coase (1960) que l'efficacité du marché exige des droits de propriété bien définis et l'absence de tout coût de transaction. La tâche centrale

zone euro en lui permettant de mieux « encaisser » certains chocs qui frapperaient un pays membre plus que les autres ?



de toute prescription politique consiste donc à concevoir un système (juridique) d'intégration transfrontalière qui réduise avec succès les coûts de transaction et définisse proprement les droits de propriété.

L'intégration financière consiste précisément à assurer l'égalité d'accès aux instruments financiers et l'égalité de traitement des acteurs du marché (BCE 2017a). Elle est au cœur du projet de l'Union européenne depuis sa fondation puisque la libre circulation des capitaux est l'une des quatre libertés inscrites dans les traités européens. Elle a pris encore plus d'importance avec l'émergence de l'Union économique et monétaire. En effet, l'intégration financière a été reconnue dès le départ comme nécessaire au bon fonctionnement de la zone euro (Delors 1989). D'une part, l'euro a été conçu pour faciliter le marché unique des capitaux (en éliminant le risque de change), d'autre part, l'intégration dans ce marché est essentielle pour l'existence durable de la monnaie européenne. Néanmoins, l'intégration financière dans la zone euro est encore très incomplète. Ces problèmes de fragmentation des marchés financiers au sein d'une zone à monnaie unique ont été mis en évidence lors de la récente crise financière mondiale de 2008/09 : lorsque l'apparente convergence des taux s'est effondrée, les acteurs (institutions financières, entreprises, consommateurs) de la périphérie ont dû faire face à des taux d'intérêt élevés alors que, au nord, des taux d'intérêt extraordinairement bas faussaient le prix des actifs. L'intégration est d'autant plus souhaitable que la politique monétaire est mise en œuvre par le biais du système financier et, par conséquent, son efficacité dépend de la qualité de l'intégration des marchés financiers.

La crise de 2008/09 (ou du moins son pic) est apparemment passée, car la croissance économique est de plus en plus résiliente dans la zone euro (BCE 2017b). Néanmoins, les problèmes



structurels de la zone euro demeurent. Les mesures adoptées pendant la crise étaient pour la plupart de nature urgente, et le degré d'intégration financière au niveau de l'UE est encore insatisfaisant. Par exemple, la BCE (2017a) a montré que le pourcentage de transactions financières transfrontalières au sein de la zone euro ne s'est pas redressé après la crise de la dette souveraine. En outre, le principal indicateur « quantitatif » de l'intégration financière de la BCE à la fin de 2016 n'avait pas dépassé son niveau de 2003. La proportion des prêts transfrontaliers aux entreprises ne représente que 9 % du total des prêts.

Par conséquent, les arguments en faveur de la poursuite de la promotion de l'intégration financière dans la zone euro sont forts. Dans les pages qui suivent, nous allons examiner les différentes prescriptions politiques qui découlent de cette discussion.

3. Union bancaire et lien entre banques souveraines

Le marché financier comprend généralement deux domaines principaux, les banques et les marchés de capitaux. Dans ces deux domaines, l'UE cherche depuis longtemps à approfondir l'intégration.

Le premier pilier clé de l'intégration des marchés financiers est le secteur bancaire, pour lequel plusieurs initiatives sont en cours. En particulier, les États membres de l'UE ont convenu en 2012 de mettre en place une union bancaire en réponse à la crise de la dette souveraine européenne. Cette décision était motivée par diverses raisons, notamment le désir de briser le cercle vicieux de l'interdépendance économique entre les banques et leurs souverains respectifs (la « boucle de la mort »). En outre, la création d'un organisme européen centralisé de surveillance et de résolution des problèmes bancaires devait favoriser une approche



plus impartiale de la surveillance et de la résolution des problèmes bancaires, réduisant ainsi au minimum les attentes nationales. En conséquence, le renforcement du secteur bancaire devait contribuer à un meilleur partage des risques, notamment grâce à des prêts bancaires transfrontaliers plus directs (Bayoumi et Eichengreen 2017).

3.1 Achever l'union bancaire

Néanmoins, le projet d'union bancaire est resté incomplet. Une union bancaire solide nécessite, outre une surveillance commune et des pouvoirs de résolution communs, l'adoption d'un cadre commun de garantie des dépôts. Ce « troisième pilier » de l'Union bancaire n'a jamais été adopté. Bien que la Commission européenne ait proposé un règlement introduisant un « système européen de garantie des dépôts » (EDIS) en 2016, cette proposition a rencontré une résistance farouche de la part de certains États membres qui refusent de créer un fonds commun qui assurerait les dépôts dans toute la zone euro. Des recherches antérieures ont donc cherché à trouver des moyens de faire fonctionner l'Union bancaire européenne même sans une assurance-dépôts commune (Gordon & Ringe 2015a).

Il est communément admis que les activités centralisées nécessitent un « règlement unique » de normes sous-jacentes, et des régulateurs tels que l'Autorité bancaire européenne (2018) travaillent activement à l'élaboration de telles normes communes. Pourtant, les praticiens se plaignent que la réglementation bancaire dans l'UE reste excessivement fragmentée, ce qui crée une série de différences injustifiées entre les pays et réduit l'efficacité de la surveillance (Koranyi 2016). Ce domaine a été étonnamment négligé dans la recherche.



3.2 S'attaquer au lien entre banques souveraines et banques

Comme nous l'avons vu plus haut, il est primordial pour le succès de l'union bancaire que l'interconnexion malsaine entre les banques et les souverains soit réduite. Il est important de noter que le risque de telles « infections » peut aller dans les deux sens : de banque à souverain, et de souverain à banque. Par exemple, la pondération zéro du risque dans le cadre des règles de Bâle pour la dette souveraine de l'OCDE et les garanties implicites de la dette souveraine associées à l'UEM ont encouragé les banques avant la crise financière à ajouter des actifs souverains à leurs bilans. Au fur et à mesure que la crise se déroulait, la multiplication des preuves d'actifs (privés) douteux dans les bilans des banques a rendu plus probable le recours à des garanties d'État explicites et implicites, ce qui a érodé la sécurité de la dette souveraine. À son tour, l'augmentation du risque de défaillance des États a érodé la qualité des bilans bancaires lourdement chargés de dettes souveraines, ce qui a fait surgir le spectre de l'insolvabilité des banques. Les banques se sont retirées du crédit pour renforcer leurs bilans ; le rationnement du crédit qui en a résulté a alimenté la contraction économique, qui a porté atteinte à la stabilité budgétaire nationale en raison de la réduction des recettes fiscales et de l'augmentation des paiements de transfert stabilisants. Ces déséquilibres budgétaires ont accru le risque de crédit souverain. Les banques et les souverains de l'UE se sont retrouvés entrelacés dans une spirale destructrice, appelée « boucle de la mort ». La création de l'Union bancaire européenne s'inscrivait dans le cadre des efforts visant à rompre ce lien et à garantir que les risques bancaires seraient de plus en plus gérés par le secteur privé.

Le cadre adopté a permis, en partie, de progresser vers la réalisation de cet objectif. Les éléments de l'Union bancaire qui sont actuellement en vigueur sont conçus pour atténuer la



« boucle de la mort » dans l'une des deux directions : si les nouvelles règles sont efficaces, la faillite d'une grande banque de la zone euro ne constituera plus automatiquement un risque pour le souverain qui se trouve derrière la banque. L'année 2014 a vu l'adoption du « mécanisme de surveillance unique » (MSU), qui est désormais responsable de la surveillance des grandes banques de la zone euro et fonctionne sous les auspices de la BCE. En 2016, le mécanisme de résolution unique (MRU) est entré en vigueur, établissant une nouvelle institution, le Conseil de résolution unique (CRU), basé à Bruxelles. Cet organe est chargé de résoudre les problèmes des institutions financières en difficulté et dispose de pouvoirs étendus pour trouver un moyen adéquat de résoudre les banques en difficulté.

Toutefois, la forme actuelle de l'union bancaire a omis un élément important : L'autre direction de l'infection potentielle, qui n'est pas prise en compte et qui est totalement absente. En d'autres termes, il est toujours possible qu'un souverain en difficulté financière puisse mettre en danger les banques du pays. Aujourd'hui encore, de nombreuses grandes banques de la zone euro détiennent un montant disproportionné de leur dette souveraine nationale (Gros 2013 ; Acharya & Steffen 2015). Alors que les finances des gouvernements se détériorent, les banques peuvent ne pas disposer de garanties de qualité suffisantes pour justifier un financement d'urgence supplémentaire par la BCE. Ce fut le cas en Grèce : Au plus fort de la crise de la dette publique grecque, les banques nationales ont soudainement été sous les feux de la rampe, souffrant d'une fuite massive de capitaux et ne survivant qu'avec l'aide de liquidités d'urgence fournies par la BCE. Et pourtant, ce ne sont pas les problèmes des banques elles-mêmes qui ont conduit à cette crise ; c'est plutôt l'incertitude politique entourant le pays et ses décideurs qui a incité les gens à



faire la queue pour retirer leur argent (Gordon & Ringe 2015b). Il existe trois solutions possibles à ce problème.

(1) La première consiste à contenir les risques liés à la défaillance d'un souverain en introduisant un cadre spécifique pour la restructuration de la dette souveraine. Le raisonnement est le suivant : s'il existait un instrument juridique pour traiter le cas des pays en difficulté financière, toute retombée sur le système bancaire national serait éliminée (voir les travaux fondateurs de Raffer 1990 ; Krueger 2002).

Les propositions visant à résoudre ce problème peuvent être classées en deux grandes catégories : les mécanismes institutionnalisés et les approches de marché (voir Mooney 2015). La première approche est liée à la mise en place d'institutions publiques statutaires, comme la création d'un Fonds monétaire européen (FME). Le problème de cette approche est qu'elle doit surmonter la souveraineté du débiteur (Raffer 1990), ce qui risque de se heurter à une résistance politique similaire à celle qui a été évoquée plus haut dans le contexte de l'établissement de mécanismes de partage fiscal. Les autres solutions sont plus proches d'une approche fondée sur le marché. Il s'agit, par exemple, d'utiliser des clauses d'action collective dans les contrats de dette souveraine, comme cela se fait déjà couramment dans le cadre des accords de prêt du mécanisme de stabilité européen (MSE). Un aspect positif de ces clauses est qu'elles n'augmentent pas les taux d'intérêt (Bardozzetti et Dottori 2013) ; cependant, elles peuvent toujours laisser place aux récalcitrants (FMI 2014). La décision finale de la marche à suivre est une décision politique.

(2) La deuxième solution permettant d'éviter que les difficultés rencontrées par les souverains ne pourrissent l'univers financier remonte à la réunion des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du G20 à Chengdu, en Chine, en 2016. A cette occasion avait été relancée la vieille idée de la



dette contingente pour les souverains, ou de la dette dont les obligations de paiement dépendent des conditions économiques du souverain. L'indexation des remboursements de la dette publique sur le PIB a longtemps été considérée comme un moyen possible de protéger les bilans des gouvernements contre la récession en transférant le fardeau de l'ajustement en période de récession des contribuables aux investisseurs qui ont les poches pleines. Dans son communiqué final, le G20 a demandé au Fonds monétaire international d' « analyser les aspects techniques, les opportunités et les défis des instruments de la dette publique ». Après avoir consulté les investisseurs et les gestionnaires de la dette souveraine, le FMI a présenté un rapport complet (FMI, 2017), qui soutient que les instruments de la dette publique sont un outil contracyclique attrayant et suggère qu'une conception soignée des instruments, des institutions, des contrats et des réglementations solides pourraient permettre de lever les obstacles au développement du marché.

Le débat sur leurs mérites relatifs continue et des travaux supplémentaires sont actuellement en cours, notamment des travaux d'analyse – pour comprendre leurs mérites et leurs lacunes respectives – et des travaux juridiques pour élaborer des fiches de conditions formelles. Par exemple, les administrateurs du FMI, après examen du rapport fourni par leurs services, ont conclu que :

« [Ces nouveaux instruments] ont en principe le potentiel d'élargir la panoplie d'outils de gestion de la dette souveraine, de réduire la probabilité de crises de la dette souveraine, de rendre les systèmes financiers plus résistants, de diversifier les opportunités pour les investisseurs et les gestionnaires de la dette, et de renforcer le système financier international. »

Néanmoins, de nombreux administrateurs se sont également montrés sceptiques quant à la possibilité d'une utilisation plus



large de ces instruments face « aux complications et risques pratiques [...], notamment les fortes primes de liquidité initiale et de nouveauté exigées par les investisseurs, la sélection adverse, l'aléa moral, les incitations plus faibles à une gestion budgétaire saine et les conséquences négatives pour les instruments de dette conventionnels ».

Par la suite, le cabinet d'avocats Allen & Overy (à l'initiative de la Banque d'Angleterre) a pris l'initiative de concevoir la « London Term Sheet for GDP-linked bonds », qui fournit un modèle de discussion et d'analyse (Manuelides, 2017). Le personnel de la Banque du Canada et Allen & Overy prennent actuellement une initiative similaire sur les obligations convertibles conditionnelles souveraines (S-CoCo) qui sont des instruments de dette avec un mécanisme potentiel de suspension des paiements et d'extension des échéances intégré, également appelées obligations extensibles par le FMI. Les chercheurs ont compilé tout un volume sur l'état de l'art dans le domaine des obligations liées au PIB qui lient les paiements du principal et/ou des coupons à la croissance économique de l'État emprunteur (Benford et al., 2018). Dans le même temps, d'autres chercheurs examinent la conception et la tarification des obligations souveraines (Consiglio et Zenios, 2018a ; Consiglio et al., 2018).

(3) La troisième approche consisterait à introduire des limites à la dette souveraine ou des frais de concentration pour les banques par voie de réglementation : l'idée est de limiter le montant maximum de la dette que les banques peuvent détenir (ou du moins de la taxer), ce qui permettrait de traiter de la même manière le lien entre la dette souveraine et les banques (gouvernement allemand 2015 ; Véron 2017). Dans une perspective ex ante, nous devrions essayer d'empêcher les banques de détenir trop de dette souveraine. Si une banque n'est pas fortement exposée à un seul gouvernement national, elle ne



sera pas automatiquement entraînée vers le bas par l'effondrement financier de ce souverain. Néanmoins, il s'agit d'une approche politiquement sensible, car certains États membres utilisent « leurs » banques nationales comme acheteurs captifs de la dette souveraine nationale. Les projets de l'UE visant à adopter des limites absolues à la détention de dette souveraine par voie législative se sont heurtés à une résistance farouche dans certains États membres.

Cela amène à se demander s'il existe d'autres moyens d'obtenir un résultat économique similaire qui ne serait pas aussi toxique sur le plan politique. En particulier, il est concevable que le cadre existant en matière de surveillance bancaire (en particulier les simulations de crise) puisse être utilisé pour ordonner aux banques individuelles de se défaire de leur forte exposition à la dette souveraine nationale. Autrement dit, le risque qu'une banque fait peser sur le système par le biais d'un portefeuille dominé par des obligations très souveraines ne sera pas traité de manière générale et abstraite ex ante comme par le biais d'une limite de la dette souveraine, mais plutôt au niveau de l'entité individuelle. La beauté de cette approche est que l'autorité de surveillance pourra procéder à une évaluation individuelle du degré de risque du profil de risque de chaque banque et, le cas échéant, leur donner des instructions pour mettre en œuvre les changements nécessaires.

4. Une véritable union des marchés des capitaux

Un marché des capitaux intégré et développé est d'une importance primordiale pour le système financier européen et l'économie dans son ensemble. Comme nous l'avons rappelé, un fonctionnement correct de ce marché est d'autant plus bénéfique



pour une zone comme la zone euro qu'il facilite le partage des risques financiers.

L'UE s'efforce depuis longtemps de mieux intégrer les marchés nationaux des capitaux de ses États membres. Toutefois, l'incapacité à mettre en place des institutions communes pour sauvegarder le marché commun a été en soi une erreur critique. Lorsque les dirigeants politiques de l'UE ont fait pression pour l'intégration des marchés des capitaux et la libéralisation des activités bancaires transfrontalières à la fin des années 1980 et au début des années 1990, ils n'ont pas réussi à mettre en place des institutions communes à l'échelle de l'UE pour garantir la stabilité financière (Jones 2015). Au lieu de cela, ils ont conservé des institutions « nationales » pour la réglementation, la surveillance, la résolution et l'assurance. Cela explique pourquoi l'absence d'une union financière a suffi à provoquer une sorte de crise.

L'UE a maintenant lancé un projet visant à mieux intégrer ces marchés qui a tout naturellement pour nom : « Union des marchés de capitaux » (UMC). Proposé par l'ancien président de la Commission, M. Juncker, comme un élément marquant de son mandat, ce projet vise à mobiliser les capitaux au-delà des frontières en créant des marchés des capitaux plus profonds et plus intégrés dans l'UE.

Jusqu'à présent, les résultats ont été modestes. Au cours des cinq années qui ont suivi l'adoption du plan, les marchés des capitaux en Europe n'ont guère été plus unifiés, et la distance par rapport à la référence, les États-Unis, a augmenté plutôt que diminué. Cela a affecté la compétitivité des États membres de l'UE et des entreprises européennes, ainsi que la crédibilité du projet. Il s'ensuit que la perspective d'un meilleur financement de l'économie réelle par les marchés des capitaux publics et privés ne s'est pas concrétisée. En conséquence, la capacité de partage des risques dans l'UE reste très limitée.



Ce succès modeste s'explique en partie par le fait qu'en 2014-2015, les décideurs politiques considéraient l'UMC avant tout comme un moyen de réduire la dépendance au financement bancaire en général ; en revanche, l'objectif particulier du renforcement des investissements transfrontaliers n'a pas eu la même importance dans l'initiative (Lannoo & Thomadakis 2019). En outre, comme je l'ai expliqué ailleurs, la motivation principale de l'agenda UMC était d'ordre politique – il s'agissait principalement d'une initiative de dernière minute (et infructueuse) visant à prévenir le Brexit (Ringe 2015). Le départ désormais imminent du Royaume-Uni de l'UE permet de réinterpréter cet objectif pour soutenir utilement l'architecture de la zone euro (Ringe 2020).

Un autre problème est le manque d'ambition dans la création d'institutions européennes communes et fortes. La structure de surveillance des marchés financiers européens est principalement composée de trois autorités européennes de surveillance (AES) : l'AEMF (pour les marchés des valeurs mobilières), l'ABE (pour le secteur bancaire) et l'AEAPP (pour les assurances et les pensions professionnelles). Ces agences, cependant, n'ont pas actuellement le pouvoir qui leur permettrait de jouer le rôle que jouerait tout organisme national de surveillance des marchés. Les désaccords politiques et les préférences nationales sont certainement en partie responsables de cette situation. Mais les limites juridiques au pouvoir des institutions européennes indépendantes ont également joué un rôle important dans la limitation d'un dispositif institutionnel plus vaste au niveau européen.

Compte tenu de son objectif initial en tant qu'outil politique, le programme de l'UMC, tel qu'il se présente actuellement, est un ensemble hétéroclite d'initiatives qui ne bénéficient pas d'un soutien universitaire solide (Ringe 2015). En conséquence, le vice-



président de la BCE, M. Constâncio, a récemment appelé à une « UMC plus ambitieuse », qui nécessite une « feuille de route concrète en termes d'objectifs et de jalons » (Constâncio 2016).

Afin d'atteindre les objectifs, une initiative plus ambitieuse qui irait bien au-delà de ce qu'implique le plan actuel de l'UMC a été envisagée. L'idée la plus concrète consiste à créer un véritable superviseur de marché paneuropéen, une « SEC européenne ». Mais il peut y avoir des initiatives beaucoup plus simples qui peuvent contribuer de manière crédible au projet des marchés des capitaux. Par exemple, les politiques qui stimulent la propriété individuelle des actions négociées, comme la réduction de l'avantage fiscal de la dette par rapport aux capitaux propres ou l'amélioration des connaissances financières, peuvent avoir un effet important sur les marchés publics des actions en Europe. L'harmonisation des règles d'insolvabilité entre les différentes juridictions constituerait une étape majeure dans le soutien des marchés de capitaux (Valiante 2016b). Cela paraît essentiel pour mobiliser des financements, car les investisseurs institutionnels seraient alors incités à surmonter le biais national dans leurs stratégies d'investissement.

Il faut donc faire preuve de plus d'ambition pour adopter des mesures qui faciliteront et encourageront l'entrée en bourse des petits émetteurs. Ce qui manque en particulier, c'est un cadre réglementaire sur mesure et distinct pour les « Marchés de croissance des PME »⁴, axé exclusivement sur les PME. La visibilité

⁴ [NDLR] En anglais, *Small and Medium Enterprise Growth Markets* (SME GMs). Le « Marché de croissance des PME » est une nouvelle catégorie de système de négociation multilatérale (multilateral trading facility) créée par la Directive Européenne sur les marchés d'instruments financiers (Markets in Financial Instruments II 2014/65/EU – MiFID II) afin de faciliter le financement des PME.



accrue découlant d'un tel cadre et l'harmonisation des procédures (régime de cotation-décote, dispositions relatives à la liquidité) augmenteront la liquidité et faciliteront la création d'un réseau entre ces marchés, ce qui attirera davantage de liquidités. En outre, une autre façon de mieux favoriser l'accès des PME aux marchés publics en s'appuyant sur le label SME GMS, serait de permettre aux marchés réglementés (ou à leurs segments spécialisés) d'être traités comme tels, mais en même temps de limiter les nouvelles admissions aux seules PME afin de permettre un traitement plus proportionné des PME cotées sur les marchés réglementés.

5. Un programme de recherche pour l'avenir

Cet article a esquissé une voie à suivre pour promouvoir une intégration économique plus stable et plus fiable de la zone euro. Il débouche sur de nombreuses questions qui, espérons-le, seront reprises par les recherches futures.

Par exemple, il pourrait être utile d'identifier les principaux coûts de transaction et leur impact sur l'intégration financière de la zone euro. En d'autres termes, il sera nécessaire de discuter et de quantifier les obstacles éventuels à une intégration financière européenne plus poussée. Cela permettra ensuite aux décideurs politiques de prendre les mesures appropriées afin de maximiser l'effet des mesures législatives qui devraient être prises.

De même, les nouvelles technologies peuvent constituer un domaine de recherche prometteur. La numérisation est en train de changer nos vies. L'information circule presque instantanément à mesure que le monde se numérise. Les structures traditionnelles, qu'il était impensable de modifier, sont remises en question par de nouveaux arrangements rendus possibles par le monde numérique. La finance n'est pas à l'abri de



ces transformations. En effet, la manière dont les gens effectuent leurs transactions financières a grandement changé depuis l'émergence de la numérisation. Ce phénomène peut être exploité pour stimuler l'intégration financière dans la zone euro (Nasdaq 2016). Par exemple, la divulgation et la diffusion de l'information peuvent être renforcées grâce aux nouvelles technologies. La technologie des *blockchains* offre la possibilité de réduire considérablement les coûts de vérification et d'information. En outre, comme mentionné ci-dessus, l'impact de l'intégration des marchés sur le partage des risques privés est plus important lorsque les prêts transfrontaliers prennent la forme de prêts directs aux ménages et aux entreprises (par exemple, grâce aux nouvelles technologies financières) plutôt que de prêts et d'emprunts de gros sur les marchés interbancaires (Fecht et al 2007). D'une manière générale, la technologie rapproche les entreprises et les investisseurs ; la perspective d'une désintermédiation à grande échelle est porteuse de plus grands avantages pour les consommateurs, une tendance qui remodelera fondamentalement nos marchés de capitaux (Demertzis et al 2018). Le cadre juridique actuel de l'UE ne semble pas encore suffisant pour être à la hauteur de cette nouvelle ère numérique.

D'autre part, il est généralement admis que les avantages de l'intégration financière ne sont pas sans coûts. Un marché financier plus intégré peut également se traduire par un marché de plus en plus complexe. Le principal risque d'une zone euro plus intégrée est une menace pour la stabilité financière (Valiante 2016). Comme les flux financiers peuvent être précieux pour le développement économique, ils peuvent également être une source d'instabilité (bulles, arrêts soudains, etc.) si les marchés ne sont pas bien réglementés et supervisés (Tsakalotos 2018). L'intégration financière rend les régions concernées plus interconnectées financièrement, ce qui peut entraîner des



mouvements de capitaux progressifs ou soudains de grande ampleur. En conséquence, elle peut plus facilement propager la contagion en cas de crise financière, surtout si le cadre n'est pas bien construit. Les interventions politiques et réglementaires devraient assurer une suppression efficace des obstacles à la circulation transfrontalière des capitaux et des services afin de permettre la diffusion de portefeuilles d'actifs étrangers diversifiés dans la zone intégrée.

6. Conclusion

Cet article contribue, nous l'espérons, à la conception future de l'architecture de la zone euro. Le raisonnement économique qui y est développé démontre que l'intégration financière est une voie à suivre pour faire progresser la stabilité de notre union monétaire. L'objectif ultime est d'exploiter les mécanismes de « partage des risques privés » comme un outil pragmatique pour stabiliser le système contre les chocs extérieurs.

Comme nous l'avons vu, les décideurs politiques et les universitaires ont cherché des moyens de surmonter les faiblesses de la construction de la zone euro, en s'appuyant principalement sur des mécanismes de partage des risques fiscaux (publics) entre les États membres. Toutefois, cette approche se heurte à des réactions politiques contre les contraintes budgétaires, l'austérité et les paiements de transfert. Ce document propose plutôt une autre voie à suivre. La stabilisation devrait passer par un partage des risques privé plutôt que public, impliquant une intégration plus forte des marchés financiers dans la zone euro, avec pour objectif ultime de fournir un mécanisme d'« assurance » privé, basé sur le marché, contre les futurs chocs extérieurs.

Cette solution devrait être politiquement beaucoup plus attrayante et plus facile à « vendre » aux électeurs. Elle présente



également un avantage juridique distinct : nombre des propositions formulées ici pourraient être mises en œuvre avec une relative facilité, notamment sans devoir passer par le processus de révision du traité. Il est certain que le partage privé des risques n'est pas une panacée. C'est un moyen pragmatique et simple d'apporter un soulagement immédiat à une union monétaire sous pression.

Bibliographie

Abadie, A. et Gardeazabal, J. (2003). Les coûts économiques des conflits : A Case Study of the Basque Country, *American Economic Review* 93(1) : 113-132.

Abadie, A., Diamond, A., Hainmueller, J. (2010). Synthetic Control Methods for Comparative Case Studies: Estimating the Effect of California's Tobacco Control Program, *Journal of the American Statistical Association* 105 : 493-505.

Acharya, V. V. et Steffen, S. (2015). Le "plus grand" carry trade de tous les temps ? Understanding Eurozone bank risks, *Journal of Financial Economics* 115: 215-236.

Baele, L. M., Ferrando, A., Hordahl, P., Krylova, E., Monnet, C. (2004). Measuring financial integration in the euro area, ECB occasional paper no. 14.

Bardozzetti, A., et Dottori, D. (2013). Collective action clauses : how do they weigh on sovereigns ? document de travail de la Banque d'Italie.

Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, M., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P.-O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B., Zettelmeyer, J. (2018). Concilier le partage des risques avec la discipline de marché : A constructive approach to euro area reform, CEPR Policy Insight No. 91 (janvier 2018).

Agnès Bénassy-Quéré, Markus K Brunnermeier, Henrik Enderlein, Emmanuel Farhi, Marcel Fratzscher, Clemens Fuest, Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin, Jean Pisani-Ferry, Hélène Rey, Isabel Schnabel, Nicolas Véron, Beatrice Weder di Mauro, Jeromin Zettelmeyer (2019). Architecture de la zone



euro : Quelles réformes sont encore nécessaires, et pourquoi, VOX Portail politique du CEPR (1er mai 2019).

Benford, J, J D Ostry et R Shiller (2018), Obligations souveraines liées au PIB : Rationale and Design, un livre électronique de VoxEU.org, Londres : CEPR Press.

Claeys, G. (2017). The missing pieces of the euro architecture, Bruegel Policy Contribution No 28 (octobre 2017).

Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics* 3(1): 1-44.

Consiglio, A., & Zenios, S. (2018). Les obligations convertibles conditionnelles pour la gestion du risque de la dette souveraine. *Journal of Globalization and Development*, 9(1).

Consiglio, A., Tumminello, M., & Zenios, S. (2018). Pricing sovereign contingent convertible debt. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 2(7), 1-36.

Constâncio, V. (2016). Risk Sharing and Macroprudential Policy in an Ambitious Capital Markets Union, discours à la conférence conjointe de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne sur l'intégration et la stabilité financières européennes, Francfort-sur-le-Main, 25 avril 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160425_1.en.html>

Coeuré, B. (2014). Les défis actuels pour la conduite de la politique monétaire dans la zone euro, Discours à la Conférence de la BCE et de ses Watchers, Francfort, Allemagne, 12 mars. Disponible à l'adresse : <https://bit.ly/2KI3Fn2>

Del Negro, M. (2002). Asymmetric shocks among US States, *Journal of International Economics* 56(2) : 273-297.

Delors, J. (1989). Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne. Comité pour l'étude de l'Union économique et monétaire.

Demertzis, M., Merler, S., Wolff, G. B. (2018). Capital Markets Union and the Fintech Opportunity, *Journal of Financial Regulation* 4(1), à paraître.

Ehrmann, M. et Fratzscher, M. (2017). Euro Area Government Bonds : Integration and Fragmentation during the Sovereign Debt Crisis, *Journal of International Money and Finance* 70 : 26-44.



Autorité bancaire européenne (2018). The Single Rulebook. <<http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>>.

Banque centrale européenne (2015). Real convergence in the euro area : evidence, theory and policy implications, ECB Economic Bulletin 5 : 30-45.

Banque centrale européenne (2017a). L'intégration financière en Europe (mai 2017), rapport annuel de la BCE sur l'intégration financière.

Banque centrale européenne (2017b). Revue de la stabilité financière Novembre 2017

Gouvernement allemand (2015). L'UEM a besoin d'une Union bancaire plus forte, mais elle doit faire les choses correctement ("Non-paper"), 8 septembre 2015. Disponible à l'adresse : <https://on.ft.com/3nA3vgk>

Gordon, J. N. et Ringe, W. G. (2015a). Résolution sur les banques dans l'Union bancaire européenne : A Transatlantic Perspective on what it would take, Columbia Law Review 115 : 1297-1369.

Gordon, J. N. et Ringe, W. G. (2015b). Greece and the missing banking union, Vox - CEPR's Policy Portal (17 juillet 2015), <http://bit.ly/3pm5WUj>

Gros, D. (2013). Banking Union with a Sovereign Virus : The Self-Serving Treatment of Sovereign Debt, Intereconomics 48 (2) : 93-97.

Fonds monétaire international (2014). Renforcement du cadre contractuel pour résoudre les problèmes d'action collective dans la restructuration de la dette souveraine, Documents de politique générale du FMI, octobre 2014.

Fonds monétaire international (2017a). Politiques de la zone euro. 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Member Countries, IMF Country Report No. 17/235.

Fonds monétaire international (2017b). Politiques de la zone euro. Questions choisies. Rapport pays du FMI n° 17/236.

Jones, E. (2015). L'Union financière oubliée : How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro, in Matthias Matthijs and Mark Blyth (eds), The Future of the Euro (OUP).

Koranyi, B. (2016). EU bank regulation fragmented, playing field tilted - ECB, Reuters, 27 janvier 2016, <<http://www.reuters.com/article/ecb-banks-lautenschlaeger-idUSF9N121010>>



Krueger, A. O. (2002). A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, Fonds monétaire international.

La Porta, R. ; Lopez-de-Silanes, F. ; Shleifer, A. ; Vishny, R. W. (1998). Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106: 1113-1155.

Lewis, K. K. (1999). Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption, *Journal of Economic Literature* 37: 571-608.

Lucas, R. (1990). Pourquoi les capitaux ne circulent-ils pas des pays riches vers les pays pauvres ? *American Economic Review* 80(2) : 92-96.

Mooney, C. W. (2015). Un cadre pour un mécanisme formel de restructuration de la dette souveraine : The Kiss Principle (Keep It Simple, Stupid) and Other Guiding Principles, *Michigan Journal of International Law* 37 : 57-111.

Nasdaq (2016). Union des marchés de capitaux : The Road to Sustainable Growth in Europe, Whitepaper février 2016.

Pistor, K. (2013). Une théorie juridique de la finance. *Journal of Comparative Economics* 41: 315-330.

Raffer, K. (1990). Application du chapitre 9 Insolvabilité aux dettes internationales : Une solution économiquement efficace à visage humain. *World Development* 18: 301-311.

Ringe, W. G. (2015). Capital Markets Union for Europe: a commitment to the Single Market of 28, *Law and Financial Markets Review* 9:5-7.

Ringe, W. G. (2020). The Politics of Capital Markets Union (La politique de l'Union des marchés financiers) : De Brexit à la zone euro, in : Franklin Allen et al (eds), *Capital Markets Union and Beyond* (MIT Press) 341

Rockoff, H. (2000). Combien de temps a-t-il fallu aux États-Unis pour devenir une zone monétaire optimale ? NBER, document de travail historique n° 124.

Sandbu, M. (2017a). Who Should Govern the Euro, *Financial Times Free Lunch*, 20 novembre 2017, disponible à l'adresse <http://on.ft.com/3nB93a5>

Sandbu, M. (2017b). Banking rules: the case for local v central, *Financial Times Free Lunch*, 21 novembre 2017, disponible à l'adresse <<http://www.ft.com/content/eaf75120-ce8a-11e7-b781-794ce08b24dc>>.



Tornell, A. et Velasco, A. (1992). The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why Does Capital Flow from Poor to Rich Countries, *Journal of Political Economy* 100 (6) : 1208-1231.

Tsakalotos, E. (2018). Banking union is not enough to save the Eurozone, *Financial Times* (8 janvier 2018), p 9.

Véron, N. (2017). Charges de concentration souveraine : A New Regime for Banks' Sovereign Exposures, document demandé par la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen.

Weidmann, J. (2017). Euro-Schocks besser abfedern, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15 décembre 2017, disponible sur <https://bit.ly/3mBk21W>