

# Intégration et fragmentation financières dans la zone euro

M. de Sola Perea  
Ch. Van Nieuwenhuyze

## Introduction

Au cours des dernières décennies, le monde a traversé un prompt et intense processus d'intégration économique et financière. L'intégration financière, en particulier, s'est opérée plus rapidement que celle par les échanges internationaux (Lane et Milesi-Ferretti, 2003; Unctad, 2012), notamment en raison de la libéralisation des mouvements de capitaux et de la déréglementation et de l'innovation financières. La part des portefeuilles d'actifs financiers transfrontaliers dans le PIB mondial a sextuplé entre 1970 et 2006 (Lane et Milesi-Ferretti, 2008), doublant entre 1996 et 2006 (Schindler, 2009). Le processus d'intégration a été encore plus remarquable au niveau de la zone euro, en raison de l'impulsion induite par le marché unique et, ultérieurement, par la monnaie unique, ainsi que par les politiques et la réglementation subséquentes au sein de la zone euro. L'intégration financière est, en réalité, considérée comme un pilier fondamental d'une union monétaire, indispensable pour assurer une transmission adéquate de la politique monétaire dans l'ensemble des pays composant l'union monétaire. La nécessité de veiller à l'intégration financière est confirmée par la déclaration de mission de l'Eurosystème: « Notre objectif principal, en tant que membres de l'Eurosystème, est de maintenir la stabilité des prix pour le bien commun. L'Eurosystème agissant également en tant qu'autorité financière de premier plan, nous sommes déterminés à (...) promouvoir l'intégration financière européenne »<sup>(1)</sup>.

La crise économique et financière, dont les prémices sont apparues en août 2007 et qui s'est aggravée en 2008 et en 2009, a toutefois paralysé le processus d'intégration financière à l'échelle mondiale: outre la baisse du commerce international, les flux (interbancaires) internationaux de capitaux se sont taris assez significativement. Au sein de la zone euro, le cadre institutionnel et le niveau de l'intégration atteint à ce moment-là n'ont pas empêché des évolutions similaires entre les pays de la zone euro: le processus d'intégration financière, jusqu'alors visible le plus clairement sur les marchés interbancaires et obligataires, s'est replié derrière les frontières nationales. Cette préférence nationale (*home bias*) s'est renforcée lors de la crise de la dette souveraine, entraînant une inversion des flux nets de capitaux au sein de la zone euro, ce qui a engendré un ajustement de la position extérieure des pays importateurs nets de capitaux. Cet épisode de fragmentation financière a également menacé de compromettre l'efficacité de la politique monétaire, contraignant l'Eurosystème à prendre des mesures non conventionnelles (Cœuré, 2014).

La littérature a généralement mis en avant comme avantages de l'intégration financière qu'elle permet d'améliorer le fonctionnement des marchés et, partant, qu'elle génère des gains d'efficacité. Parallèlement, une intégration financière accrue peut accentuer la fragilité et l'instabilité en cas d'imperfections des marchés – comme des expositions extrêmes, l'aléa moral (*moral hazard*), des déficits de liquidité, des structures institutionnelles imparfaites ou une sous-estimation des risques. Par conséquent, l'intégration financière pourrait amplifier la probabilité d'événements extrêmes, tels que les tarissements soudains (*sudden stops*). Les événements récents

(1) Cf. site internet de la BCE ([http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission\\_eurosyst.fr.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosyst.fr.html)).

ont illustré cette dualité potentielle, non seulement au niveau mondial, mais également à l'échelle de la zone euro, où les réformes juridiques et institutionnelles ont facilité l'intégration financière, qui, en fait, a été suivie de sensibles augmentations des flux de capitaux entre pays. La zone euro a dès lors enregistré une hausse substantielle de l'intégration financière depuis sa création et jusqu'en 2007, visible tant dans les volumes que dans les prix. De fait, au fil des ans, les expositions transfrontalières absolues, et en particulier celles du secteur bancaire, ont progressé considérablement, suscitant également un vif rebond des expositions nettes au niveau des différents pays, faisant en partie écho aux déséquilibres des balances courantes alimentés par l'intégration financière. Quant aux prix, l'intégration s'est reflétée dans une forte convergence des prix des actifs financiers et, en particulier, des taux d'intérêt.

Les imperfections du cadre institutionnel, de même que la vive réappréciation des risques qui a accompagné le début de la crise, ont inversé la tendance vers l'intégration financière, donnant lieu à un processus de désintermédiation financière à l'échelle internationale, caractérisé par des inversions des flux de capitaux et de graves problèmes de financement pour quelques pays de la zone euro. Bien que ces pays se soient attelés à certains de leurs déséquilibres macroéconomiques et financiers, il subsiste une importante dette extérieure nette, ainsi qu'une vaste fragmentation des taux débiteurs bancaires selon les frontières nationales.

Le présent article cherche à éclairer ces questions, d'abord en définissant le concept d'intégration financière et en exposant ses avantages et ses coûts, ensuite en examinant les évolutions récentes du processus de l'intégration et de la fragmentation financières entre les pays de la zone euro, et ce sous deux angles : les volumes et les prix. Ce faisant, il vise à relever certains des facteurs structurels/sous-jacents de la fragmentation actuelle des marchés financiers. Il conclut en expliquant les mesures prises depuis la crise financière en vue d'interrompre le processus de fragmentation et de permettre un retour de l'intégration financière, quoique d'une manière différente et plus robuste que celle qui a prévalu durant les dix premières années de la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM).

## 1. Intégration financière : définitions

L'intégration financière peut se définir d'un point de vue institutionnel et juridique (de jure) ou d'un point de vue factuel (de facto). D'après Baele et al. (2004), un marché financier est intégré de jure dès lors que « tous les

intervenants de marché potentiels présentant les mêmes caractéristiques pertinentes :

- sont confrontés aux mêmes règles lorsqu'ils décident de recourir à [un ensemble donné] d'instruments et/ou de services financiers ;
- ont un accès égal à l'ensemble précité d'instruments et/ou de services financiers ; et
- sont traités sur un pied d'égalité lorsqu'ils opèrent sur le marché. »

Les mesures de jure sont pertinentes dans le cadre de l'analyse des politiques adoptées, puisqu'elles indiquent avec quelle intensité les politiques nationales facilitent (ou entravent) effectivement les mouvements de capitaux transfrontaliers. En principe, l'intégration financière de jure serait donc une condition préalable à l'intégration financière de facto, et ces deux types de mesures devraient être étroitement liés.

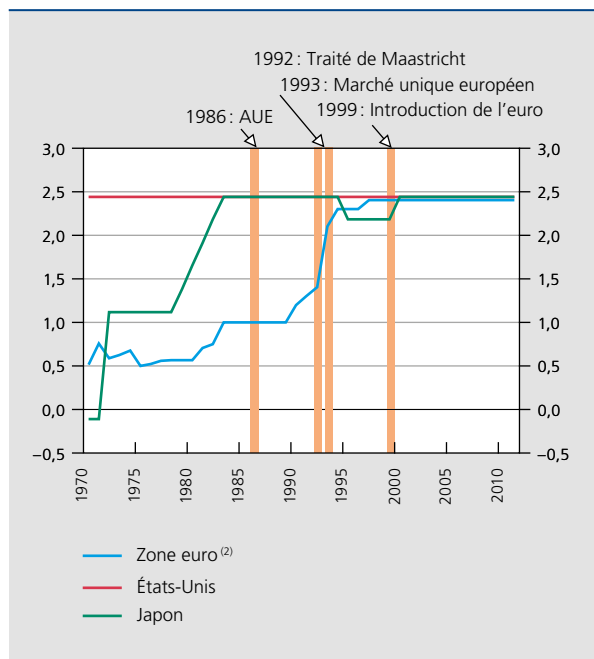
Dans le contexte européen et, en particulier, celui de la zone euro, l'intégration financière de jure entre les pays a progressé de concert avec le processus plus général de l'intégration économique dans le cadre de l'Union européenne et de l'UEM. Le processus menant à un marché unique au sein de l'Union européenne s'est accéléré dans les années 1980 et 1990<sup>(1)</sup>. En 1985, la Commission Delors a proposé près de 300 mesures visant à parachever le marché unique, débouchant sur la signature de l'Acte unique européen (AUE) en 1986. Cet Acte a instauré au début de 1993 le marché unique européen, permettant la libre circulation transfrontalière des personnes, des marchandises, des services et des capitaux. Quelques mois avant le lancement du marché unique, l'accord de Maastricht a établi les fondements de la monnaie unique, étape suivante de l'intégration européenne. La création de l'union monétaire (qui allait devenir effective en 1999, à l'origine entre onze États membres) a constitué une étape importante dans l'intégration accrue des marchés financiers, éliminant tout risque associé au taux de change au sein de la zone euro.

Depuis lors, les politiques européennes ont continué de viser un marché plus ouvert et intégré. Ainsi, une réalisation importante a été l'institution de l'Espace unique de paiement en euros, qui a contribué à réduire de 90 % les coûts du transfert de capitaux en euros entre les pays de la zone euro depuis 2001 (EC, 2006).

Ces mesures institutionnelles ont fait de la zone euro un marché financier fortement intégré d'un point de vue juridique, à un stade comparable à ceux atteints par les

(1) Précédemment, en 1972, la chute du système de Bretton Woods de taux de change fixes avait déjà entraîné, à un niveau plus mondial, un assouplissement des restrictions sur la mobilité des capitaux.

**GRAPHIQUE 1 INTÉGRATION FINANCIÈRE DE JURE: L'INDICE CHINN-ITO<sup>(1)</sup>**



Sources : Chinn et Ito (2006), Eurostat.

(1) Indice entre -2,5 (marchés de capitaux fermés) et 2,5 (marchés de capitaux complètement ouverts).

(2) Douze premiers États membres de l'UEM, à l'exclusion du Luxembourg. Moyenne pondérée par le PIB.

États-Unis ou par le Japon. Cette perception s'appuie sur plusieurs indicateurs d'intégration de jure, tels que l'indice Chinn-Ito<sup>(1)</sup>, qui vise à « mesurer l'intensité des contrôles des mouvements de capitaux, dans la mesure où l'intensité est corrélée à l'existence d'autres restrictions sur les opérations internationales », en plus des restrictions au niveau du compte de capital. Lorsqu'il est appliqué aux États membres de la zone euro, cet indice montre les progrès réalisés sur la voie du marché (financier) unique et l'ouverture croissante aux marchés financiers mondiaux. Parallèlement au processus menant à la création de la monnaie unique, les pays de la zone euro ont atteint un degré d'ouverture similaire à celui des économies les plus ouvertes du monde.

Le fait qu'un pays ait adopté des mesures destinées à faciliter l'intégration financière ne signifie toutefois pas

nécessairement que les flux de capitaux vont effectivement entrer dans le pays ou en sortir, pas plus qu'il n'indique dans quelles proportions tel sera le cas. De nombreuses autres variables entrent en jeu, liées pour la plupart à la situation sur les marchés financiers, à la perception du risque, etc. L'intégration de jure peut donc être considérée comme une condition nécessaire mais non suffisante à l'intégration de facto.

Les mesures de facto de l'intégration financière comprennent, d'une part, les indicateurs de volume, qui quantifient les flux de capitaux internationaux et les encours des actifs et des passifs financiers transfrontaliers, et, d'autre part, les indicateurs de prix, qui évaluent l'intégration à l'aune d'une comparaison des rendements, corrigés du risque, sur différents marchés.

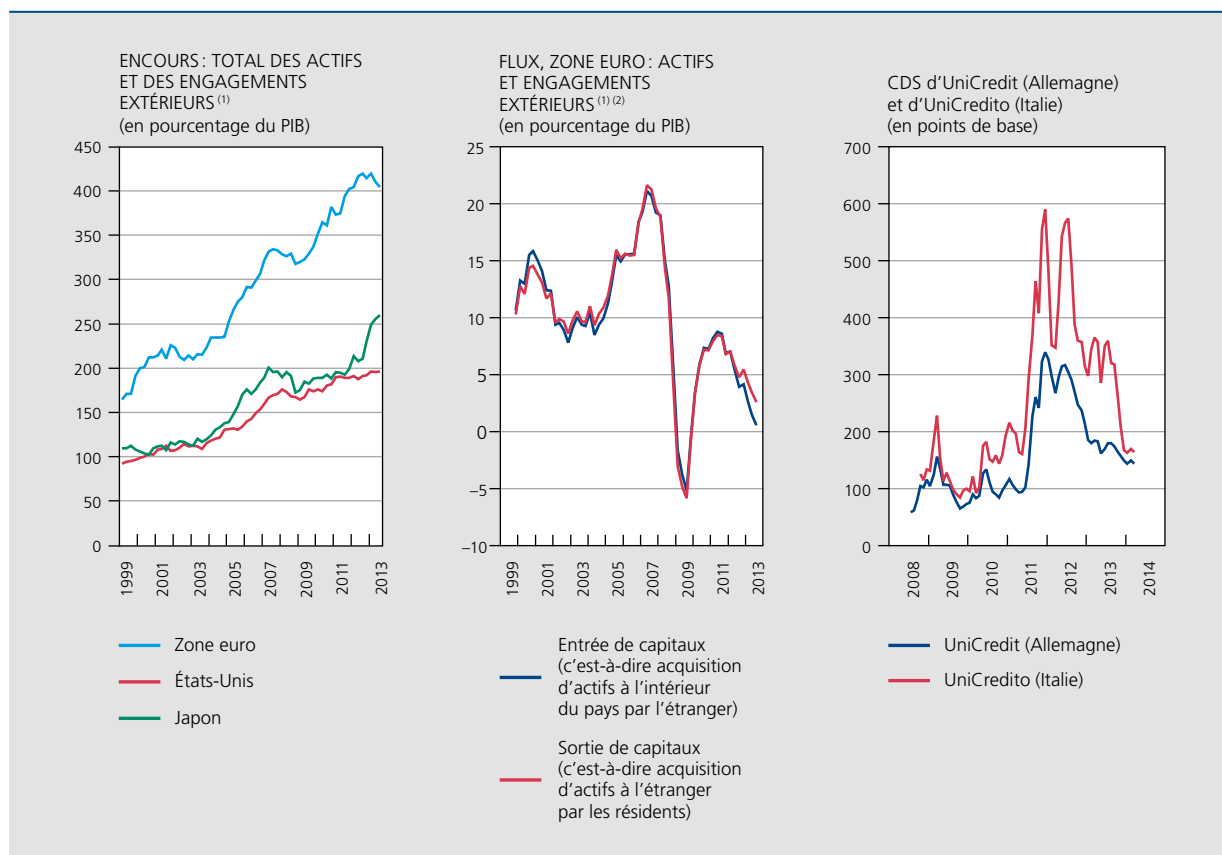
Sur la base des indicateurs de volume, l'intégration financière des principales économies a de facto considérablement progressé ces dernières décennies, bien que cette évolution n'ait pas été uniforme dans le temps, comme en témoignent la volatilité et le tarissement des flux de capitaux internationaux durant la crise financière<sup>(2)</sup>. Mesurée par l'encours des actifs et des passifs extérieurs, c'est depuis 1999 que l'intégration financière s'est le plus nettement accélérée dans la zone euro, passant de 164 à 405 % du PIB au troisième trimestre de 2013. De même, l'ouverture financière des États-Unis et du Japon a plus que doublé au cours de cette période. Cette tendance s'explique principalement par la libéralisation financière, qui a permis la suppression progressive quasi complète des contrôles des capitaux (intégration de jure). En outre, l'intégration a également été favorisée par le développement de nouveaux outils financiers et par l'élaboration de nouvelles plates-formes de négociation, ainsi que par les flux commerciaux plus intenses entre les économies. L'intégration financière dans la zone euro depuis 1999 s'est encore renforcée à la suite de l'introduction de la monnaie unique, d'une part, par les relations commerciales plus intenses qui en ont découlé entre les États membres de la zone euro et, d'autre part, par l'élimination du risque de change au sein de la zone euro (cf. Lane, 2010 ; Waysand et al., 2010).

Dans l'ensemble, on observe des différences sensibles de profondeur de l'intégration financière entre les diverses économies. Un degré d'intégration financière élevé s'accompagne souvent d'un secteur financier (bancaire) important (en pourcentage du PIB), d'un haut niveau de production par habitant et d'une grande ouverture commerciale (Lane et Milesi-Ferretti, 2008). Le poids relativement considérable du secteur bancaire en Europe peut ainsi expliquer pourquoi l'ouverture financière y atteint environ le double de celle des États-Unis. C'est pour cette

(1) Chinn et Ito (2006). L'indice est basé sur des données tirées de l'*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER – Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change) du FMI, qui fournit des informations sur l'intensité et la nature de la réglementation relative aux transactions extérieures pour un vaste échantillon de pays.

(2) Étant donné l'importance et l'ampleur des flux de capitaux, un ralentissement de ces flux est considéré comme un recul de l'intégration financière (McKinsey Global Institute, 2013), même si ces flux accentuent l'encours des actifs et des passifs. Il convient de noter que les variations de l'encours des actifs et des passifs extérieurs ne sont par ailleurs pas uniquement dues aux flux de capitaux, mais qu'elles tiennent également aux effets de revalorisation (fluctuations des cours de change et des prix).

GRAPHIQUE 2 INTÉGRATION FINANCIÈRE : INDICATEURS DE FACTO



Sources : BRI, CE, Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Hors positions/flux financiers au sein des zones économiques. Pour le Japon et les États-Unis, sur la base des comptes financiers nationaux (flux de fonds); pour la zone euro, sur la base de la balance des paiements de l'ensemble de la zone euro.

(2) Flux cumulés sur quatre trimestres.

même raison que l'encours des actifs et passifs extérieurs au Royaume-Uni s'établissait à pas moins de 1 341 % du PIB à la mi 2013.

Une analyse fondée sur les flux de capitaux internationaux montre toutefois un recul de l'intégration financière au sein de la zone euro depuis la crise financière. Au cours de cette dernière, les flux de capitaux internationaux se sont avérés particulièrement volatils et soumis à un profil d'expansion-récession (*boom/bust*). À l'échelle internationale, il s'est produit un repli des flux de capitaux (bruts), qui, outre la détérioration des fondamentaux macroéconomiques, doit être considéré dans le contexte d'une réévaluation générale des risques par le système financier mondial. Alors que les entrées et sorties annuelles moyennes de capitaux de la zone euro se sont élevées à 13 % environ du PIB jusqu'en 2007, elles sont à présent retombées à moins de 5 % du PIB. En 2009, on a même assisté à une période de régression financière, au cours de laquelle on a constaté tant une liquidation nette par les résidents de la zone euro de leurs créances étrangères

qu'une vente nette par les non-résidents de leurs créances vis-à-vis de contreparties dans la zone euro.

Les indicateurs de prix (comme par exemple les taux d'intérêt) confirment le reflux de l'intégration financière de facto observée sur la base des flux de capitaux. En effet, depuis l'éclatement de la crise financière, un écart s'est formé entre les rendements des produits financiers qui présentent en principe un risque comparable. Bien que cette problématique soit exposée plus en détail à la section 3.3 du présent article, elle est déjà illustrée ici à l'aide des primes des contrats dérivés sur défaut (*Credit Default Swaps – CDS*) sur les obligations émises, d'une part, par la banque UniCredito en Italie et, d'autre part, par la HypoVereinsbank en Allemagne, qui fait partie de ce même groupe UniCredit depuis 2005. Lors de la crise financière et, singulièrement, au plus fort de la crise de la dette souveraine, ces deux primes CDS ont affiché une divergence significative. Bien que l'appréciation des risques différente pour ces deux entités d'un même groupe bancaire (par exemple les disparités aux niveaux

de l'exposition à la dette souveraine de l'Italie et de l'Allemagne et des cadres juridiques en vigueur pour chacune de ces deux entités) puisse s'expliquer par des raisons objectives, cette inégalité suggère néanmoins de graves perturbations de l'intégration financière de facto au sein de l'UEM.

## 2. Avantages et inconvénients de l'intégration financière

La progression régulière de l'intégration financière des principales économies au cours des dernières décennies s'appuie, dans une certaine mesure, sur les avantages importants de l'intégration financière, abordés, notamment, dans la littérature économique :

- une meilleure allocation des capitaux : dans les économies financièrement intégrées, il n'existe pas de restrictions aux mouvements de capitaux, de sorte que les fonds sont libres de se déplacer vers le rendement potentiel le plus élevé. Selon les modèles qui sont à la base de la théorie de la croissance néoclassique (cf. par exemple Mankiw et al., 1992), il devrait s'ensuivre un flux de capitaux des économies à fort capital et à faible productivité vers les économies à faible capital et à grande productivité, jusqu'à l'égalisation du rendement marginal avec le capital. Cela crée une croissance plus importante dans les économies bénéficiaires de capitaux jusqu'au moment où elles convergent ;
- le partage des risques (*risk sharing*) : l'intégration financière permet une dissociation entre les dépenses (consommation et investissements) et le revenu, tant sur le plan temporel qu'entre pays. En d'autres termes, les pays peuvent enregistrer un excédent ou un déficit sur leur compte courant, ce qui leur permet de limiter l'impact sur les dépenses des chocs sur le revenu national. En outre, le choix de plus en plus large en matière d'opportunités d'investissement (à l'étranger) offre une diversification accrue des actifs financiers des résidents, ce qui rend leur consommation moins volatile et moins sensible aux chocs sur le revenu national (Jappelli et Pagano, 2008) ;
- autres avantages : l'intensification de l'intégration financière va par ailleurs souvent de pair avec une évolution plus vive du secteur et des marchés financiers intérieurs, favorisant une hausse de la concurrence et une baisse du coût de l'intermédiation financière (Levine, 2001). Un degré d'intégration financière plus élevé favorise également une transmission homogène de la politique monétaire dans une union monétaire, et vice versa. Enfin, dans le cas d'économies moins stables, l'ouverture des marchés des capitaux soumet la politique intérieure à une discipline de marché externe, permettant éventuellement une stabilité accrue (Obstfeld, 1998).

Ces avantages devraient ainsi avoir pour effet qu'une intégration financière forte s'accompagne d'une croissance plus soutenue des investissements et de l'activité et d'une volatilité moindre de la consommation, notamment. Il n'existe toutefois pas de consensus à ce propos dans la littérature empirique. Eichengreen (2001) et Kose et al. (2006) présentent, parmi d'autres, une synthèse de la littérature empirique. Ils concluent que, parallèlement à une littérature abondante illustrant les avantages de l'intégration financière, certaines études ne peuvent en démontrer les avantages théoriques et arguent, au contraire, que l'ouverture financière peut même avoir une incidence néfaste sur la prospérité et la stabilité des économies. La récente crise financière, de même que des crises antérieures de la balance des paiements qui étaient souvent spécifiques à des économies émergentes à croissance rapide, ont mis en exergue le fait qu'une intégration financière croissante n'est pas la panacée.

Une partie de la littérature théorique confirme que l'intégration financière peut également s'accompagner d'inconvénients significatifs. Ceux-ci résultent généralement de défaillances du marché, comme dans le cas des marchés financiers dits « incomplets » (Stiglitz, 2004), qui se caractérisent par un manque de transparence, par des asymétries d'information et par des coûts de transaction. Les désavantages peuvent également se manifester plus rapidement en cas d'absence d'un cadre institutionnel solide et d'une surveillance adéquate, en particulier à l'égard du secteur financier (Edison et al., 2002), étant donné l'importance de ce dernier dans la canalisation des ressources étrangères vers l'économie réelle. Les principaux inconvénients possibles figurant dans la littérature sont les suivants :

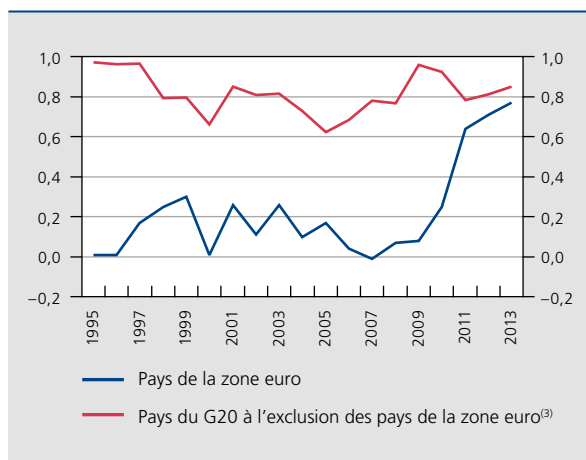
- une allocation des capitaux sous-optimale : dans la pratique, on constate que l'allocation des capitaux n'est pas toujours optimale, en raison des imperfections du marché, et que, contrairement aux prévisions de la théorie, elle est parfois inversée (allant des économies faibles en capitaux vers les économies à forte intensité en capital), comme par exemple dans le cas de la Chine vers les États-Unis (cf. le « paradoxe de Lucas » ; Lucas, 1990). Certains auteurs indiquent que cette inversion est liée à un secteur financier moins développé en Chine qu'aux États-Unis (Caballero et al., 2008). Des distorsions dans les échanges peuvent également déclencher des flux de capitaux vers des activités dans lesquelles des pays ne possèdent pas d'avantage comparatif (Eichengreen, 2001). Bien que les flux de capitaux puissent favoriser à court terme les investissements et la croissance, l'effet sur la croissance à long terme dépend du type d'investissements qu'ils financent. Les concentrations et les surinvestissements dans certaines activités peuvent peser sur la croissance

à long terme, par exemple lorsque d'importants investissements dans des branches d'activité orientées vers le marché intérieur (par exemple la construction) ne font pas augmenter de manière similaire les possibilités d'exportations du pays, entraînant des déséquilibres (extérieurs) croissants.

- des flux de capitaux volatils: les flux de capitaux internationaux ont un comportement souvent procyclique, en particulier ceux s'appuyant sur des instruments à court terme. En cas de déséquilibre extérieur (croissant), cela peut provoquer des mouvements de capitaux très volatils, avec le risque d'un tarissement soudain (Calvo, 1998) causé par un changement abrupt de la perception du risque des fondamentaux économiques, contraignant le pays à résorber son déficit extérieur, éventuellement au détriment de la croissance économique. La composition du flux de capitaux peut, en soi, être un indice du risque de tarissement soudain, par exemple en situation de surabondance de créances à court terme<sup>(1)</sup>. Les asymétries d'information des investisseurs quant aux fondamentaux économiques peuvent alors également donner lieu à un comportement grégaire (Banerjee, 1992), renforçant d'autant le tarissement soudain.
- autres inconvénients: si un secteur financier en croissance offre une série d'avantages, il comporte également des inconvénients, comme l'a illustré la crise financière. En effet, cette évolution va souvent de pair avec une complexité croissante des produits financiers, ce qui peut entraîner un risque de contagion. En outre, la probabilité est plus grande d'être confronté à des établissements qui sont trop grands pour faire faillite (*too big to fail*) et dont le comportement n'est dès lors pas dénué d'aléa moral. Enfin, des flux de capitaux volatils et volumineux peuvent entraver la politique monétaire. Ils peuvent par exemple favoriser une expansion monétaire rapide (si les flux entrants ne sont pas stérilisés), avec pour conséquence des pressions inflationnistes et des appréciations du cours de change réel, susceptibles d'aggraver encore les déséquilibres extérieurs.

Avant la crise financière et, d'ailleurs, avant même le lancement de l'euro, les économies de la zone euro ont affiché un degré élevé de partage des risques, en ce sens qu'un découplage était observé entre les investissements et l'épargne au niveau national dans les différents pays, comme l'atteste le faible coefficient de corrélation entre ces deux agrégats (< 0,3). Ce partage des risques a été beaucoup moins actif entre les autres pays du G20. Les pays de la zone euro ont donc éprouvé un avantage significatif de l'intégration financière, à savoir la possibilité d'enregistrer un solde sur le compte courant (épargne < investissements ou épargne > investissements), ce qui permet de découpler les investissements

**GRAPHIQUE 3** CORRÉLATION<sup>(1)</sup> ENTRE L'ÉPARGNE NATIONALE ET LE TOTAL DES INVESTISSEMENTS<sup>(2)</sup> DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ET DU G20



Sources: FMI, BNB.

- (1) Selon Feldstein et Horioka (1980), une corrélation élevée (faible) indique un degré faible (élevé) de mobilité des capitaux entre les pays.
- (2) En termes bruts et à prix courants, en pourcentage du PIB.
- (3) Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée, États-Unis, Inde, Indonésie, Japon, Mexique, Royaume-Uni, Russie et Turquie.

de l'épargne nationale. Dans la zone euro, les pays dont le PIB par habitant est relativement faible se sont généralement caractérisés par des déficits extérieurs, qui ont été largement financés par les économies présentant des excédents extérieurs, ce qui a contribué à la croissance économique dans les pays en déficit et s'est inscrit dans la logique des mécanismes de convergence habituels.

Depuis la crise financière, ce partage des risques s'est toutefois sensiblement dégradé, comme le reflète la forte augmentation de la corrélation entre les investissements et l'épargne dans les différents pays de la zone euro. Ainsi, pour la zone euro, le «paradoxe de Feldstein-Horioka» prévaut également; Feldstein et Horioka (1980) ont constaté une corrélation élevée entre l'épargne et les investissements suivant les frontières nationales et ont interprété celle-ci comme un partage des risques déficient et une mobilité limitée des capitaux entre les pays<sup>(2)</sup>. En effet, le partage des risques ainsi mesuré entre les économies de la zone euro est actuellement proche du niveau

- (1) Le financement par endettement s'avère généralement beaucoup plus volatil que, par exemple, les flux de capitaux reposant sur des investissements directs. En outre, ceux-ci présenteraient un moindre risque de mauvaise allocation en raison de la participation accrue de l'investisseur au projet, rendant ce type d'investissements moins sensible aux asymétries d'information entre les résidents et les non-résidents (Kirabaeva et Razin, 2010).
- (2) Un manque de partage des risques entre les économies se traduit dans ce contexte par un équilibre de la balance courante, et donc par une absence de flux nets de capitaux entre les pays. Il convient de noter que cette situation ne correspond pas nécessairement à une intégration financière déficiente si celle-ci est mesurée par les flux (bruts) ou par l'encours des actifs et des passifs financiers extérieurs. Elle indique la nécessité d'analyser les flux à la fois nets et bruts de capitaux, dont il sera question au chapitre 3 du présent article.



modéré enregistré pour les pays du G20 (à l'exclusion des pays de la zone euro), ce qui est préoccupant étant donné que, compte tenu de la monnaie unique, une union monétaire nécessite un partage des risques approprié, par la voie soit du marché des biens, soit de celui du travail, soit encore de celui des capitaux.

### 3. Évolutions dans la zone euro

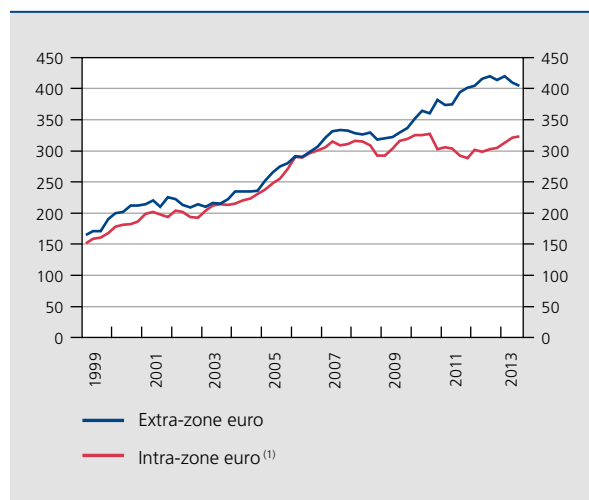
Le présent chapitre procède à une analyse plus fouillée de l'intégration financière dans la zone euro, en s'appuyant à la fois sur des mesures de volume, une distinction étant opérée entre les flux bruts et les flux nets de capitaux, et sur des indicateurs de prix (taux d'intérêt). Les flux bruts de capitaux et les positions correspondantes fournissent une indication du niveau absolu de l'intégration financière dans la zone euro. Ensuite, partant de ces données, il est possible d'examiner la composition de l'intégration, sur les plans tant des secteurs que des instruments financiers. Les flux nets de capitaux sont également importants en ce qu'ils sont couplés aux déséquilibres macroéconomiques, en particulier au solde du compte courant. Ils donnent donc une idée de la corrélation entre les déséquilibres macroéconomiques et l'intégration financière. Ils constituent en outre une indication des risques pouvant être associés à l'intégration financière. Une modification de ces flux, et en particulier un revirement, peut en effet contraindre une économie à procéder à des ajustements aussi soudains qu'intenses. Enfin, il est également possible de juger de l'intégration en effectuant une comparaison des rendements ajustés pour le risque, puisque les éventuels écarts peuvent être un signe d'une intégration défective (fragmentation).

#### 3.1 Flux bruts de capitaux

Si les avoirs et engagements de l'ensemble de la zone euro vis-à-vis du reste du monde (extra-zone euro) se sont inscrits en hausse, les flux financiers avec les partenaires au sein même de la zone euro (intra-zone euro) ont eux aussi progressé de manière significative<sup>(1)</sup>. L'intégration financière s'est particulièrement renforcée durant les premières années de l'union monétaire : l'ouverture

(1) L'encours des actifs et passifs extérieurs de l'ensemble de la zone euro tel qu'il est enregistré dans les statistiques de la position extérieure (balance des paiements) porte sur les positions financières à l'égard des pays qui ne font pas partie de la zone euro (extra-zone euro). La balance des paiements de la zone euro ne permet donc pas de déduire directement la position extérieure des pays de la zone euro les uns vis-à-vis des autres (intra-zone euro). Il est toutefois possible de les calculer par différence en additionnant les chiffres nationaux et en en déduisant l'agrégat de la zone euro. Vu le manque de séries historiques concernant les positions extérieures de certains pays, les positions intra-zone euro ont été calculées dans le présent article comme la différence entre la somme des avoirs et engagements extérieurs selon les comptes financiers nationaux (dans lesquels ils sont enregistrés par analogie avec la position extérieure) et les actifs et passifs extérieurs pour l'agrégat de la zone euro inférés de la position extérieure.

**GRAPHIQUE 4** ENCOURS TOTAL DES AVOIRS ET ENGAGEMENTS EXTÉRIEURS DES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BCE, BNB.

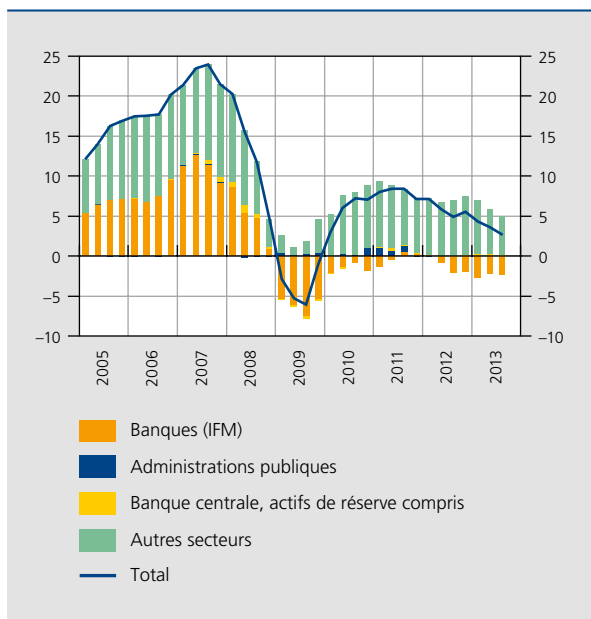
(1) Positions intra-zone euro calculées comme la différence entre le total des actifs et passifs extérieurs des États membres de la zone euro selon leurs comptes nationaux respectifs et les actifs et passifs extérieurs de l'ensemble de la zone euro selon la balance des paiements.

financière, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro, a doublé entre 1999 et 2007.

À compter de 2007, et donc parallèlement à la crise financière, le processus d'intégration financière dans la zone euro s'est toutefois interrompu, alors que les positions vis-à-vis de parties extérieures à la zone euro sont reparties à la hausse après avoir stagné deux années durant (en 2008 et en 2009). La stabilisation observée dans la zone euro coïncide avec une montée de l'incertitude et de la méfiance entre pourvoyeurs de crédits et emprunteurs, notamment sur le marché interbancaire. La réévaluation des risques opérée au sein de la zone euro a surtout pénalisé les pays déficitaires, qui n'ont plus pu compter sur les flux nets de financement des autres pays de la zone euro, situation qui a induit un rééquilibrage des soldes courants au sein de la zone euro et a pesé sur les flux bruts de capitaux, comme l'atteste d'ailleurs la réduction du partage des risques (financiers) entre les pays de la zone euro.

Les évolutions de l'intégration financière sont en grande partie influencées par le secteur financier (les banques), vu le rôle que ce dernier joue en tant qu'intermédiaire financier (international). Refléter l'accroissement des actifs internationaux des banques accentue les évolutions observées concernant l'intégration financière de l'économie dans son ensemble. Une décomposition sectorielle des sorties de capitaux (c'est-à-dire la constitution d'actifs

**GRAPHIQUE 5 OPÉRATIONS SUR ACTIFS EXTÉRIEURS<sup>(1)</sup>, ZONE EURO**  
(pourcentages du PIB)



Source : BCE.

(1) Opérations sur actifs extérieurs hors zone euro (achats «+», ventes «-»), flux cumulés sur quatre trimestres.

extérieurs par les résidents) de la zone euro permet de mettre en évidence la prépondérance du secteur bancaire dans les flux internationaux de capitaux. Au cours de la période qui a précédé la désintégration financière (de 2005 à 2008), quelque 45 % en moyenne de la constitution d'actifs extérieurs étaient à mettre sur le compte des banques, principalement en raison de l'importance croissante des établissements transfrontaliers, et de l'internationalisation accrue de la structure de financement (OCDE, 2011). Par la suite, on a constaté que les banques sont à l'origine du recul de l'intégration financière. Depuis 2009, elles n'ont eu de cesse de compresser leurs actifs extérieurs, tandis que les autres secteurs ont continué d'accumuler des actifs étrangers, et ce à un rythme, exprimé en pourcentage du PIB, globalement identique à celui d'avant la crise.

Les statistiques bancaires internationales de la BRI confirment elles aussi l'importante constitution d'actifs extérieurs opérée par les banques et la réduction qui s'est ensuivie, à l'égard tant de pays de la zone euro que d'États hors zone euro. Si les actifs extérieurs vis-à-vis des États membres de la zone euro avaient progressé de 4 100 milliards d'euros (soit 226 %) entre 2000 et le troisième trimestre de 2007, ils se sont contractés de 1 700 milliards d'euros (soit 22 %) entre le troisième trimestre de 2007 et le deuxième trimestre de 2013. S'agissant des actifs

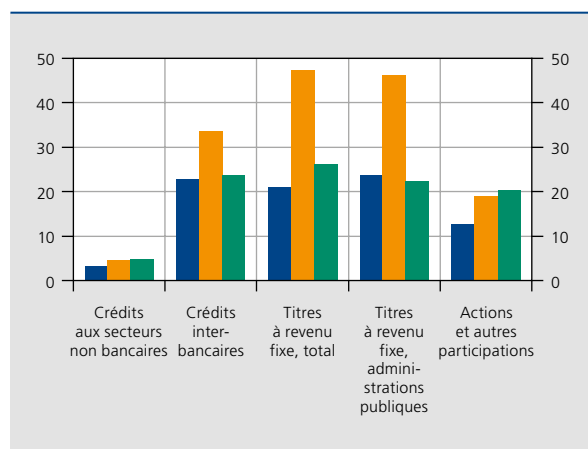
détenus à l'égard de pays hors zone euro, cette augmentation et cette diminution se sont respectivement chiffrées à 7 200 et 1 900 milliards d'euros. Cette évolution, conjuguée à une nouvelle hausse presque ininterrompue des actifs détenus sur des résidents, illustre la réorientation des banques au sein de la zone euro vers les marchés intérieurs.

La tendance marquée au désendettement constatée au sein du secteur financier et la régression des actifs et passifs extérieurs qui en découle peuvent être attribuées à des facteurs aussi bien temporaires que structurels. D'une part, le besoin de liquidités (temporaire) induit par la crise financière a amené les banques à vendre des actifs internationaux afin de redresser leur situation en matière de liquidité. D'autre part, la soudaine montée de l'aversion pour le risque a débouché sur un affaiblissement des positions vis-à-vis des pays/secteurs et segments de marché spécifiques dont la solvabilité suscitait des craintes. Au nombre des facteurs plus structurels comptent notamment les adaptations réglementaires (entre autres le renforcement de la situation en matière de fonds propres), qui ont, de manière générale, amené les banques, lors de la redéfinition de leurs *business models*, à moins investir dans leur expansion internationale.

L'intégration financière au sein de la zone euro induite par les banques ne présente pas la même intensité sur tous les marchés, comme le montre une ventilation géographique

**GRAPHIQUE 6 BANQUES<sup>(1)</sup> DE LA ZONE EURO : PART DES CRÉANCES SUR LES RÉSIDENTS D'AUTRES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO<sup>(2)</sup>**

(pourcentages des créances totales détenues par les banques sur la zone euro pour l'instrument considéré)



Source : BCE.

(1) Institutions financières et monétaires (IFM) hormis la banque centrale. Données (sur une base territoriale) non consolidées.

(2) Créances détenues sur d'autres pays de la zone euro que l'État membre dans lequel est établie la banque.



des créances bancaires sur la zone euro par type d'instrument financier<sup>(1)</sup>.

L'intégration financière dans la zone euro – mesurée sur la base de la part des créances autres que les créances intérieures dans le total des créances vis-à-vis de la zone euro – affiche des divergences notables. C'est sur le marché interbancaire ainsi que sur le marché des titres à revenu fixe (incluant notamment les titres de la dette publique) que l'intégration est la plus aboutie. La préférence nationale, quant à elle, semble la plus prononcée pour les actions et, en particulier, pour l'octroi de prêts au secteur non bancaire.

Le début de la crise financière en 2007 a marqué un retournement de la tendance à une intégration financière croissante sur les marchés du crédit interbancaire et des titres à revenu fixe. Tandis que les parts des créances autres que les créances intérieures dans le total des créances sur la zone euro sur ces marchés avaient progressé pour atteindre respectivement 34 et 47 % au deuxième trimestre de 2007, elles sont ensuite revenues à 24 et 26 % au quatrième trimestre de 2013.

Le ralentissement du processus d'intégration au sein de la zone euro a été particulièrement manifeste sur le marché des titres de la dette publique. Tandis que la part des titres de la dette publique étrangers dans le total des obligations détenues par les banques vis-à-vis de la zone euro a constamment augmenté depuis le lancement de l'euro, la proportion de ces titres allant même jusqu'à égaler celle des titres nationaux dans les portefeuilles des banques à la mi 2006, elle s'est ensuite nettement contractée. Selon les dernières données disponibles, le niveau d'intégration sur ce marché équivaut à nouveau à celui qui prévalait lors du lancement de la troisième phase de l'UEM au début de 1999.

La préférence nationale accrue est susceptible de poser problème, notamment sur le marché des titres de la dette publique, en ce sens qu'elle renforce la boucle de rétroaction entre les autorités nationales et le secteur bancaire

(1) Cette analyse repose sur les données mensuelles des bilans des banques, établis sur une base territoriale aux fins de la politique monétaire de la BCE (*Balance Sheet Items*). Ces statistiques ne sont donc pas consolidées au niveau du groupe des banques, ce qui signifie que les positions extérieures tiennent compte des transactions avec des sociétés mères/filiales ou succursales de banques résidentes établies à l'étranger.

(2) De manière générale, les taux d'intérêt des titres de la dette publique peuvent influencer les taux de détail par trois canaux différents, à savoir ceux des prix, de la liquidité et du bilan. Un taux d'intérêt plus élevé sur les titres de la dette publique peut entraîner à la hausse le taux de détail, étant donné que (a) le taux des titres de la dette publiques est considéré comme référence implicite pour les crédits de détail (canal des prix), (b) les banques doivent faire face à des coûts de financement majorés, soit parce que les titres de la dette publique servant de garanties pour les opérations de refinancement sont moins valorisés (canal de la liquidité), soit parce que des pertes de valorisation sur les titres de la dette publique viennent grever les fonds propres des banques (canal du bilan). En cas de préférence nationale, ces canaux ont pour conséquence que les coûts de financement des pouvoirs publics se reflètent dans les taux de détail.

intérieur. De plus, cette tendance est de nature à menacer le processus de transmission de la politique monétaire dans la zone euro, ce qui peut déboucher sur des évolutions divergentes des taux d'intérêt pratiqués sur les prêts octroyés aux ménages et aux entreprises de la zone euro<sup>(2)</sup>. Ces écarts de taux d'intérêt, qui seront examinés plus en détail à la section 3.3 du présent article, peuvent influencer considérablement l'économie réelle, compte tenu de l'intégration financière lacunaire sur le marché des crédits aux particuliers.

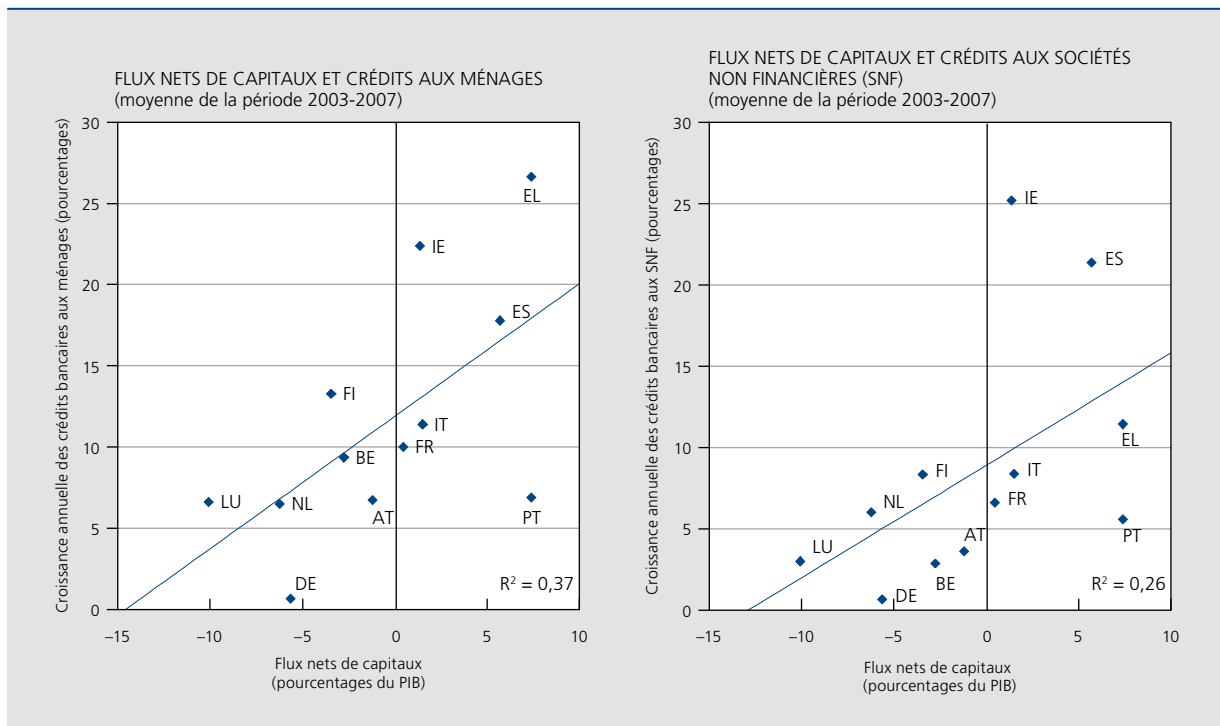
Le repli de la part relative des créances étrangères sur les marchés interbancaire et des titres à revenu fixe observé depuis la crise s'explique par un recul des positions absolues vis-à-vis de l'étranger (à un rythme annuel moyen de -5 %, alors que leur croissance annuelle était supérieure à 10 % avant la crise), tandis que, sur ces marchés, les créances sur les résidents ont continué de s'accroître en termes absolus. Aussi, ce sont surtout les positions étrangères sur ces marchés qui semblent susceptibles de présenter un profil d'expansion-récession.

### 3.2 Flux nets de capitaux et déséquilibres

La forte progression de l'intégration financière et du partage des risques entre les économies de la zone euro jusqu'à la veille de la crise financière a également entraîné le creusement de considérables déséquilibres des balances courantes entre 2003 et 2007, drainant, en termes nets, d'importants flux de capitaux vers les pays déficitaires.

Ces entrées nettes de capitaux ont, dans bien des cas, induit des conditions de financement favorables dans les pays déficitaires, ce qui a permis à leurs banques de laisser la croissance de l'octroi de crédits dépasser celle de l'épargne intérieure. Une conversion massive des flux de capitaux en offre de crédits intérieurs est un signe d'aggravation de la fragilité financière et peut refléter une souplesse excessive de l'octroi de crédits, risquant d'enclencher des mouvements d'expansion (*boom*) alimentés par l'endettement, notamment dans le secteur immobilier. Par ailleurs, ces excès dans l'octroi de crédits sont souvent des signes avant-coureurs d'une crise financière (cf. par exemple Gourinchas et Obstfeld, 2012).

Entre 2003 et 2007, on a noté une vive croissance de l'offre de crédits domestiques dans plusieurs pays de la zone euro, drainant d'importants flux nets de capitaux (par exemple en Grèce, en Espagne et en Irlande). Durant cette période, les entrées nettes de capitaux ont évolué de concert avec l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages. Les importantes entrées nettes de capitaux (et donc la vive croissance du crédit) dont ces pays ont



Sources : BCE, BNB.

(1) Solde du compte financier de la balance des paiements.

(2) Crédits octroyés par le secteur bancaire résident (y compris les crédits titrisés) aux résidents.

bénéficié impliquaient dès lors le risque de déboucher sur des investissements improductifs, ce qui pouvait engendrer un risque au niveau du déséquilibre extérieur. Reinhart et Reinhart (1998) illustrent le fait que les entrées de capitaux s’accompagnent en effet souvent d’une baisse de la qualité du crédit et de rapides hausses des actifs financiers ou des prix de l’immobilier. Le risque d’une mauvaise allocation est surtout réel dans le cas d’un secteur financier sous développé et en présence d’une réglementation laxiste.

La fragilité des pays déficitaires dans la zone euro et les inquiétudes suscitées par leurs déséquilibres extérieurs sont devenues manifestes lorsqu’une réévaluation généralisée des risques s’est opérée sur les marchés financiers à la suite de la crise financière.

(1) Aux fins du présent article, les pays de la zone euro ont été répartis en trois groupes, à savoir les pays sous programme, les pays déficitaires et les pays excédentaires. Les premiers regroupent les pays qui ont accepté un programme de réforme macroéconomique en échange d’un octroi de crédits aux pouvoirs publics (la Grèce, le Portugal, l’Irlande et Chypre). Les pays excédentaires sont l’Allemagne, les Pays-Bas, la Belgique, la Finlande, l’Autriche et le Luxembourg, sur la base de leur solde positif moyen du compte courant entre 2005 et 2013. Les sept autres pays de la zone euro (à l’exclusion de la Lettonie) figurent parmi les pays déficitaires, étant entendu que les pays sous programme ont également présenté un déficit de leur compte courant au cours de cette période. Dans notre analyse, l’Espagne est également considérée comme un pays déficitaire, au motif que l’assistance financière dont elle a bénéficié (par la voie du MES) et le programme à mener étaient destinés au secteur bancaire et non aux pouvoirs publics.

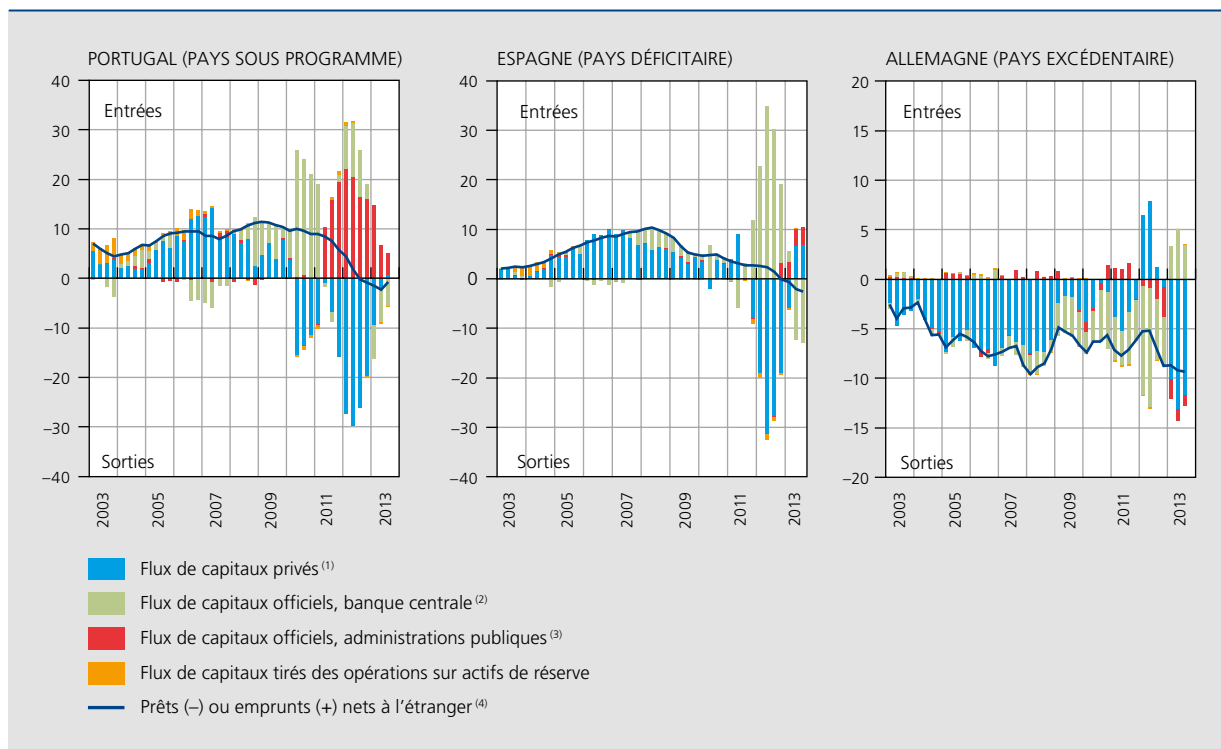
Une décomposition du compte financier de la balance des paiements – qui permet d’appréhender comment les pays financent leur déséquilibre externe (c’est-à-dire le solde du compte courant et du compte de capital) – en flux officiels et privés de capitaux (cf. encadré), met en évidence un recul marquant des capitaux privés à destination tant des pays sous programme que des pays déficitaires<sup>(1)</sup> (cf. également Boeckx, 2012).

Si, avant la crise financière, ces pays finançaient la quasi-totalité de leur déficit extérieur par des flux privés de capitaux, on constate, dès l’éclatement de la crise financière en 2007, un tarissement de ces flux, qui, dans le cas des pays sous programme, a même engendré, à partir de la mi-2010, lorsque les craintes relatives aux finances publiques ont atteint leur paroxysme, un recul net massif des capitaux privés. Un phénomène identique a pu être observé dans les pays déficitaires, fût-ce à un stade ultérieur de la crise de la dette publique, c’est à dire à la fin de 2011.

Cette évolution s’est accompagnée d’une réduction des sorties de capitaux privés en provenance des pays excédentaires, l’Allemagne en tête. Au début de 2012,

**GRAPHIQUE 8** ENTRÉES ET SORTIES NETTES DE CAPITAUX : SOURCES DE FINANCEMENT SELON LE COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

(pourcentages du PIB, flux cumulés sur quatre trimestres)



Sources : BCE, BNB.

- (1) Flux nets de capitaux calculés comme la différence entre le solde du compte financier de la balance des paiements et les flux officiels de capitaux (via la banque centrale et les administrations publiques, y compris les opérations sur les actifs de réserve).
- (2) Flux nets de capitaux que la banque centrale comptabilise sous la rubrique « investissements divers » (essentiellement des crédits et des dépôts) dans la balance des paiements.
- (3) Flux nets de capitaux que les administrations publiques comptabilisent sous la rubrique « investissements divers » (essentiellement des crédits et des dépôts) de la balance des paiements.
- (4) Tel qu'il ressort du solde du compte financier. Un prêt net à l'étranger est comptabilisé comme une sortie nette de capitaux (-) et un emprunt net à l'étranger est comptabilisé comme une entrée nette de capitaux (+).

cette dernière a même brièvement enregistré des entrées nettes de capitaux privés, qui constituent l'essentiel de la « contrepartie » de l'assèchement des capitaux vers les États périphériques.

Un tel tarissement soudain, qui, dans le passé, avait principalement touché des économies émergentes, s'accompagne généralement d'un ajustement immédiat du solde extérieur des pays déficitaires, jusqu'à un niveau conforme aux nouveaux flux de financement privés. Cette adaptation va souvent de pair avec une profonde récession et une instabilité financière (notamment en raison du processus de désendettement strict auquel doivent se soumettre les banques). Dans le cas d'une union monétaire, l'absence d'instrument de change implique qu'un tel processus implique également une grande flexibilité des prix sur les marchés du travail et des produits en vue de relever le solde extérieur par une amélioration de la compétitivité.

Pour éviter que l'instabilité ne s'installe, le financement officiel s'est substitué au financement privé. Il s'est effectué au moyen, d'une part, des opérations d'apport de liquidités de l'Eurosystème et, d'autre part, de la nouvelle architecture institutionnelle aux niveaux de l'UE et de la zone euro, laquelle a permis aux administrations publiques de se soutenir mutuellement.

Bien que le financement par l'Eurosystème soit propre au fonctionnement de l'union monétaire, en vertu duquel les banques peuvent se financer auprès de leur banque centrale au taux de refinancement de base pratiqué par la BCE contre remise de garanties idoines, il n'est pas automatique. Pour répondre à la demande accrue de financement, le Conseil des gouverneurs de la BCE a en effet décidé, en adoptant une série de mesures, de renforcer son apport de liquidités, qui a, pour l'essentiel, été absorbé par les pays déficitaires et sous programme. La BCE a par ailleurs joué le rôle d'« intermédiaire financier »

entre les pays excédentaires et déficitaires. Les importants flux transfrontaliers de monnaie de banque centrale – qui ont été compensés par une offre de crédits variable par l'Eurosystème –, se reflètent dans les soldes dits Target 2, du nom du système de paiements utilisé dans la zone euro pour le règlement des paiements bancaires transfrontaliers, que les banques centrales nationales détiennent vis à vis de la BCE.

Les changements apportés à l'architecture institutionnelle ont provoqué un flux de financement soutenu par les pouvoirs publics qui s'est opéré plus ou moins successivement par la voie de l'aide financière bilatérale à la Grèce (*Greek loan facility*), du MESF (Mécanisme européen de stabilité financière), du FESF (Fonds européen de stabilité financière) et du MES (Mécanisme européen de stabilité).

Dans un premier temps, l'Eurosystème a essentiellement fait office de pourvoyeur de fonds; ce n'est que dans un second temps, lors de l'entrée en vigueur du financement au titre des programmes, que les pouvoirs publics de la zone euro ont assumé ce rôle, en collaboration avec le

FMI et la CE. Il convient de noter que ces deux formes de financement sont de proches substituts du point de vue du financement du déficit extérieur et que l'augmentation du financement au titre des programmes, notamment, a permis à l'Eurosystème de se défaire peu à peu de sa charge d'intermédiaire. Elles diffèrent cependant l'une de l'autre en ce sens que le financement par l'Eurosystème se fait par le biais du secteur bancaire, alors que les flux publics de financement passent par les pouvoirs publics<sup>(1)</sup>. En outre, le financement par l'Eurosystème n'est soumis à aucune conditionnalité explicite, contrairement au financement au titre des programmes. Ces formes de financement officiel ont aussi indirectement exercé une influence stabilisatrice sur les pays excédentaires. En effet, sans ces interventions, les secteurs privés dans les pays excédentaires auraient probablement essuyé des pertes plus sèches lors de la liquidation de leurs positions vis à vis des pays déficitaires.

(1) Dans le cas du MES, ce financement pourra toutefois aussi s'opérer par l'intermédiaire du secteur bancaire (sous réserve de l'entrée en vigueur du mécanisme de surveillance unique (MSU)).

## Encadré – L'enregistrement et l'interprétation des flux de capitaux dans la balance des paiements

Les mesures de volume de l'intégration financière utilisées dans le présent article reposent dans une large mesure sur les informations relatives aux flux de capitaux internationaux, aux positions extérieures qui figurent dans les statistiques de la balance des paiements (flux) et à la position extérieure globale (encours). Il est extrêmement important de bien comprendre ces concepts pour tracer les évolutions au niveau de l'intégration financière. C'est la raison pour laquelle le présent encadré explique leur mode de calcul et comment il faut les considérer dans l'ensemble de la balance des paiements. Il analyse également l'incidence qu'ont eue les nouveaux mécanismes d'assistance (FESF, MES) sur ces agrégats pendant la crise dans la zone euro.

### LES FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX SUR LA BASE DU COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Dans le présent article, les flux de capitaux internationaux sont dérivés du compte financier de la balance des paiements. Ce dernier englobe toutes les opérations transfrontalières en actifs financiers (sorties de capitaux (« - ») en cas de hausse des actifs) et sur passifs financiers (entrées de capitaux (« + ») en cas de hausse des passifs). Un solde positif de ce compte est le signe d'une entrée nette de capitaux.

Selon les principes d'enregistrement de la balance des paiements, la somme des comptes qui la constituent est égale à zéro<sup>(1)</sup>, et le solde du compte financier est forcément l'opposé du solde du compte courant et du compte de capital<sup>(2)</sup>.

(1) Les éventuelles divergences restantes sont reprises dans une rubrique « Erreurs et omissions » distincte des sous-comptes, garantissant ainsi que la balance des paiements totalise un solde nul.

(2) Le compte de capital, qui enregistre les transferts en capital (p. ex. ceux effectués dans le cadre du budget européen et de l'effacement de dettes), se caractérise généralement par un solde peu élevé, de sorte que le solde des deux comptes apparaît parfois de manière simplifiée sous la forme du solde du compte courant.

Balance des paiements = Compte courant (CCo) + Compte de capital (CCa) + Compte financier (CF) = 0

$$CCo + CCa = -CF$$

Un excédent sur le compte courant et sur le compte de capital doit en effet donner lieu à la constitution d'actifs financiers externes ou à la diminution des engagements extérieurs (sortie nette de capitaux, et donc solde négatif du CF). À l'inverse, un déficit doit être financé par la vente d'actifs externes ou par la contraction de nouveaux engagements extérieurs (entrée nette de capitaux, et donc solde positif du CF).

Tandis que la balance des paiements enregistre les flux de capitaux transfrontaliers, la position extérieure globale (PEG) reflète les positions cumulées des actifs et passifs extérieurs. La PEG nette (PEGN) se calcule comme étant la différence entre l'encours des actifs et passifs financiers et reflète donc les actifs ou engagements extérieurs nets totaux d'un pays. D'un point de vue conceptuel, la PEG correspond au compte financier de la balance des paiements. Les variations dans les positions représentent en effet les flux de la balance des paiements et les effets de revalorisation de l'encours des actifs et des passifs. Les éléments suivants concernent donc à la fois les flux de capitaux et les positions extérieures.

#### VENTILATION DU COMPTE FINANCIER EN FLUX DE CAPITAUX PRIVÉS ET OFFICIELS

La méthodologie actuelle de la balance des paiements (BPM5<sup>(1)</sup>) permet également de ventiler le compte financier selon le secteur et selon l'instrument financier. Les secteurs rassemblent la banque centrale, les administrations publiques, les banques (IFM) et les autres secteurs (secteur privé non bancaire). Les instruments financiers sont répartis selon la classification dite « fonctionnelle » et incluent les investissements directs<sup>(2)</sup>, les investissements de portefeuille (actions et titres à revenu fixe), les produits dérivés financiers, les autres investissements (essentiellement les dépôts et les crédits) et les actifs de réserve (monnaie, or monétaire, etc.).

Le compte financier illustre donc les instruments financiers par lesquels les secteurs résidents prêtent à ou empruntent auprès de l'étranger. Le mode de financement n'est pas dénué d'importance, étant donné que certains flux de capitaux, en l'occurrence ceux à court terme, sont plus volatils que d'autres (OCDE, 2011) et donnent des indications sur la soutenabilité du financement du solde du compte courant.

Bien que la balance des paiements globale soit toujours en équilibre, le solde du compte financier compensant celui du compte courant, il est néanmoins usuel de parler dans certains cas d'un déséquilibre de la balance des paiements. Ce dernier concerne alors une partie des postes de celle-ci dont la somme n'est pas égale à zéro et qui donnent lieu à un solde compensatoire dans les autres rubriques. Généralement, on additionne alors le compte courant, le compte de capital et un certain nombre de rubriques du compte financier pour mesurer le solde des autres rubriques du compte financier.

Ainsi, dans le cadre d'un régime de taux de change fixe, il est d'usage de faire la somme de toutes les rubriques, à l'exclusion des actifs de réserve de la banque centrale (« solde global »). Dans ce cas, la balance des paiements enregistre un déficit (sortie nette de capitaux) lorsque le solde des rubriques « au-delà de la ligne » doit être compensé par une vente d'actifs de réserve (entrée nette de capitaux). Le solde global reflète alors l'importance des « opérations officielles en actifs de réserve » que la banque centrale doit mettre en œuvre pour maintenir le cours de change, au vu de la pression qu'exerce le financement déficient du solde du compte courant.

(1) Selon la méthodologie décrite dans la cinquième édition du Manuel de la balance des paiements (cf. FMI, 1993 et 2004). À partir du dernier trimestre de 2014, la BCE passera toutefois à BPM6, que le FMI (FMI, 2009) a présenté comme la nouvelle norme.

(2) Les investissements directs incluent toutes les transactions financières avec des entités dans lesquelles l'investisseur étranger détient au moins 10 % du capital. Ils peuvent être ventilés en actions et bénéfices réinvestis et autre capital (p. ex. crédits entre entreprises).



En cas de taux de change flottant (comme pour l'euro), les actifs de réserve ne sont pas activement mis en œuvre en situation de financement déficient du compte courant, et l'utilité d'isoler cette rubrique n'a dès lors plus cours. Les adaptations des cours de change sont alors telles que le flux de financement disponible rééquilibre le compte courant de la zone euro. Ce mécanisme d'équilibre n'agit toutefois pas au niveau des pays individuels de la zone euro, de sorte que ceux-ci peuvent détenir sur leur compte courant un solde s'écartant éventuellement du financement de marché, par exemple lorsqu'un financement officiel est disponible. Dans la balance des paiements, ces opérations sont enregistrées sous la rubrique « Autres investissements » (essentiellement des crédits) de la banque centrale et des pouvoirs publics.

Pour ce qui est des pays de la zone euro, cette rubrique, en ce qui concerne la banque centrale, inclut principalement, mais pas exclusivement, les créances/engagements que les BCN comptabilisent vis-à-vis de la BCE (essentiellement les soldes de Target 2). S'agissant des administrations publiques, cette rubrique englobe principalement, mais pas exclusivement, l'assistance que les États membres se portent mutuellement, par exemple par la voie du FESF et du MES.

Les flux nets de capitaux privés sont dans ce cas égaux à la différence entre le solde du compte financier de la balance des paiements et les flux de capitaux officiels (autres investissements des pouvoirs publics et de la banque centrale, y compris les actifs de réserve).

#### ENREGISTREMENT DANS LA BALANCE DES PAIEMENTS DE L'ASSISTANCE FINANCIÈRE ACCORDÉE PAR LA VOIE DU FESF ET DU MES

L'enregistrement dans la balance des paiements des crédits octroyés par le FESF et par le MES<sup>(1)</sup> requiert toutefois une attention particulière. Dans l'État membre bénéficiaire, ces opérations donnent lieu à une augmentation de l'engagement net officiel des pouvoirs publics; la part de la dette publique qui était auparavant financée sur le marché des capitaux (comptabilisée sous « Investissements de portefeuille ») est en effet à présent remplacée par un crédit accordé par le FESF/le MES (enregistré sous « Autres investissements »).

Étant donné que tant le FESF que le MES recourent aux émissions d'obligations sur le marché des capitaux pour accorder leurs crédits, on retrouve la contrepartie de ce financement officiel dans les flux de capitaux privés des pays prêteurs, pour autant que les secteurs de ces pays aient souscrit à ces obligations. L'incidence sur les flux de capitaux officiels nets des pays prêteurs n'est pas la même pour le FESF et pour le MES. Dans le cas du FESF, qui n'est pas considéré comme un secteur institutionnel distinct mais comme une institution financière étrangère (Eurostat, 2011), le financement obtenu par le FESF est, d'un point de vue comptable, attribué (« redirigé ») aux pouvoirs publics qui s'en portent garants. Cela prend la forme d'un crédit (comptable) du FESF aux pouvoirs publics qui s'en portent garants, lesquels attribuent à leur tour ce crédit aux pouvoirs publics qui demandent une assistance. Bien que cela alourdisse l'endettement brut des pouvoirs publics qui se sont portés garants, l'effet sur le financement net des pouvoirs publics est nul au niveau de la balance des paiements, la dette vis-à-vis du FESF étant compensée par une créance sur les pouvoirs publics bénéficiaires. Dans le cas du MES, qui est quant à lui reconnu en tant que secteur institutionnel étranger (Eurostat, 2013), le crédit est directement enregistré comme un crédit du MES à l'État membre bénéficiaire, de sorte que les comptes des pouvoirs publics qui se sont portés garants ne s'en trouvent pas modifiés. Contrairement au FESF, le MES dispose de capitaux propres, qui sont libérés par les pouvoirs publics qui se sont portés garants à hauteur de 80 milliards d'euros. Au niveau de la balance des paiements, cette participation au capital crée une créance nette officielle dans le chef des pouvoirs publics qui se sont portés garants.

(1) Le MES (permanent) a repris le rôle du FESF le 1<sup>er</sup> juillet 2013. Le FESF n'est plus compétent que pour la gestion des crédits qu'il avait jusqu'alors accordés à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce, pour un montant de 192 milliards d'euros. Le FESF était doté d'une capacité d'octroi de crédits de 440 milliards d'euros, contre 500 milliards d'euros pour le MES. Le montant alloué conjointement par le FESF et le MES ne peut toutefois pas dépasser 500 milliards d'euros. Les émissions du FESF et du MES destinées à financer les crédits bénéficient toutefois d'une (sur)garantie des États membres de l'UEM qui ne recourent pas au financement, ce qui favorise la qualité de crédit des émissions. Au 1<sup>er</sup> avril 2014, le FESF et le MES avaient conjointement octroyé 242 milliards d'euros à l'Irlande, au Portugal, à la Grèce, à l'Espagne et à Chypre.





La contrepartie du financement net officiel accordé aux pays sous programme par l'intermédiaire du FESF et du MES n'est donc pas une créance nette des pouvoirs publics prêteurs, à l'exclusion de la participation au capital du MES. Cela ne signifie néanmoins pas que les pouvoirs publics ne prennent pas de risques puisque, en cas de défaut de paiement, leurs cautionnements seront entamés, lesquels, dans le cas du FESF, se chiffrent à respectivement 120 et 165 % des émissions du FESF, selon que celles-ci ont eu lieu avant ou après octobre 2011. En ce qui concerne les émissions du MES, les garanties s'élèvent à 140 %<sup>(1)</sup>. Ces « passifs éventuels » ne sont toutefois pas comptabilisés dans la balance des paiements.

(1) Le cautionnement est réparti entre les pays conformément à leurs parts respectives dans le capital de la BCE.

La conditionnalité qui est imposée aux pays dans le cadre du financement au titre des programmes, et notamment la correction de leurs déséquilibres externes, n'a pas été dénuée de conséquences. Ensemble, les pays sous programme sont parvenus à sensiblement réduire leur déficit extérieur, qui avait atteint en moyenne 11,5 % de leur PIB collectif en 2008, et, à partir de 2013, leur compte courant a même affiché un léger excédent. Ces pays ont ainsi mis leur solde extérieur en conformité avec les flux de capitaux privés disponibles.

La surveillance macroéconomique renforcée dans l'UE, au sein de laquelle la PDM (procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques) occupe une place importante, permettra à l'avenir de veiller à ce que les pays n'enregistrent plus de dérapage de leurs soldes externes, ce qui est de nature à réduire le risque de sudden stops. En ce qui concerne le compte courant, la CE applique des seuils (thresholds) de  $< -4\%$  et  $> 6\%$  du PIB dans le cadre de son tableau de bord.

Pour les pays sous programme et en déficit, la correction du compte courant n'est cependant pas forcément qu'une bonne chose. Un ajustement rapide s'accompagne généralement d'un nouveau ralentissement de l'activité économique. Tout dépend néanmoins de la composition de la correction. La correction du compte courant dans les pays en déficit reposait au départ sur une demande intérieure atone (en particulier en matière d'investissements), susceptible d'avoir exercé une pression baissière sur l'inflation. Toute la question est de savoir si, d'un point de vue structurel, l'ajustement peut se poursuivre de cette manière. Une correction persistante suppose en effet une amélioration de la position concurrentielle et un élargissement structurel du secteur exportateur, comme c'est d'ailleurs en partie le cas dans certains pays, comme l'indique aussi l'accélération de la croissance des exportations. En outre, l'adaptation des soldes extérieurs dans les pays en déficit pèse également sur l'inflation de la zone euro dans

son ensemble, ce qui contraint l'Eurosystème à mener une politique monétaire accommodante.

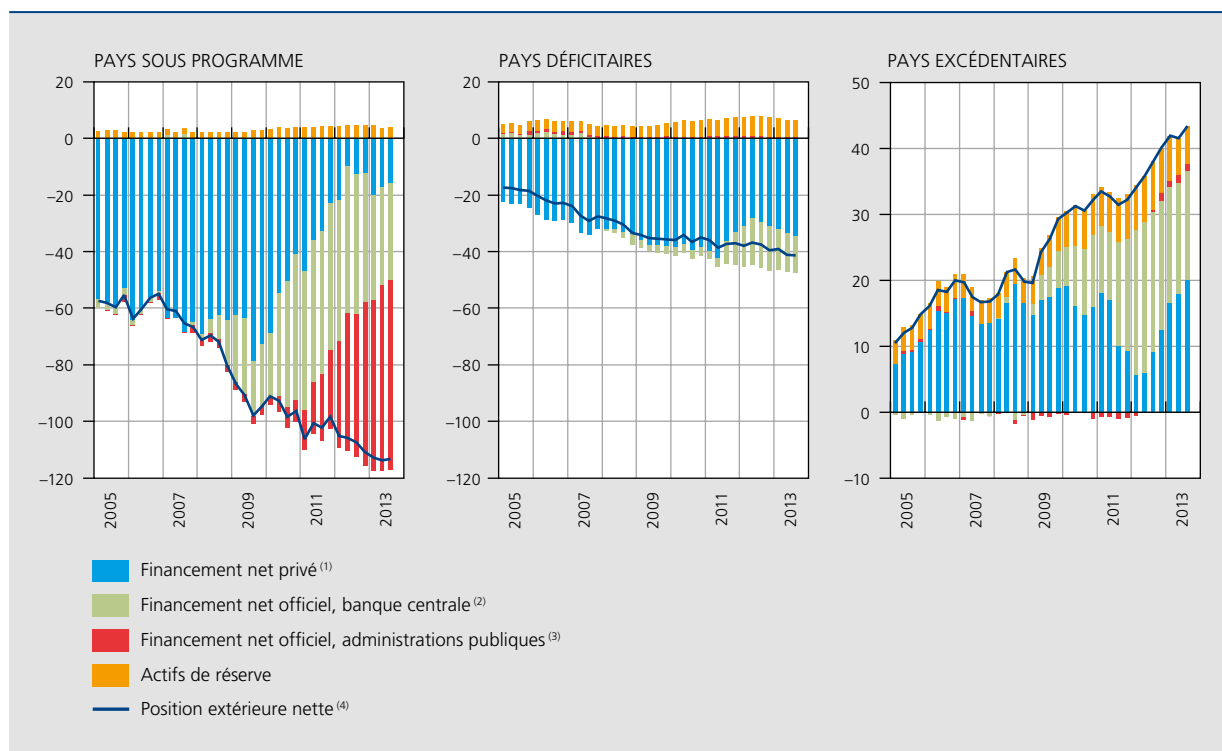
Par ailleurs, nonobstant la correction du solde extérieur, la dette extérieure nette des pays en déficit a continué d'augmenter. Une diminution des engagements extérieurs nets requiert en effet soit un solde positif sur le compte courant, soit des effets de revalorisation positifs. En accumulant les déficits extérieurs au fil du temps, les pays en déficit se sont retrouvés confrontés à une dette extérieure nette considérable (cf. Van Nieuwenhuyze, 2013, pour l'importance de cette dette), qui, dans le cas des pays sous programme, a atteint plus de 100 % de leur PIB collectif. Dans ce cas-ci aussi, la PDM applique un seuil, à savoir  $-35\%$  du PIB. Il n'est guère réaliste d'imaginer que, en l'absence d'effets de revalorisation positifs<sup>(1)</sup>, ces États pourraient rapidement ramener leur taux d'endettement net à ce niveau. Cela exigerait en effet qu'ils enregistrent des excédents relativement importants de leur compte courant plusieurs années de suite, ce qui ne semble pas correspondre au niveau d'équilibre structurel futur du compte extérieur de ces États.

Même si la période des lourds déficits extérieurs est révolue et même si certains pays ont déjà entamé leur « sortie du programme », les États qui étaient auparavant en déficit affichent donc toujours une dette extérieure nette considérable et restent dès lors soumis à un risque de refinancement. Une décomposition des engagements extérieurs nets (position extérieure nette) par type de financement – par analogie avec la décomposition du compte financier de la balance des paiements – révèle que, depuis la crise financière, cette dette est de moins en moins couverte par des fonds privés et que ce sont dès

(1) On pourrait assister à de substantiels effets de valorisation positifs en raison d'une hausse de la valeur des actifs financiers de ces pays et/ou d'une réduction de la valeur ou d'un report (réaménagement) de leurs dettes.

## GRAPHIQUE 9 POSITION EXTÉRIÈRE NETTE : VENTILATION PAR TYPE DE FINANCEMENT

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, BNB.

- (1) Encours du financement net calculé comme étant la différence entre la position extérieure nette et l'encours du financement net officiel (les autres investissements de la banque centrale et des pouvoirs publics, y compris les actifs de réserve).
- (2) La position nette de la banque centrale est celle qu'elle enregistre sous la rubrique « Autres investissements » dans les statistiques sur la position extérieure.
- (3) La position nette des administrations publiques est celle qu'elles enregistrent sous la rubrique « Autres investissements » dans les statistiques sur la position extérieure.
- (4) Comme le montrent les statistiques sur la position extérieure. Les valeurs positives (négatives) indiquent des créances nettes (engagements nets) sur l'étranger.

lors les pouvoirs publics et les banques centrales qui sont exposés au risque de crédit<sup>(1)</sup>.

S'agissant des pays sous programme, la dette extérieure nette de 113 % du PIB est même actuellement presque entièrement financée par des sources officielles, et ce pour un montant de plus de 100 % de leur PIB collectif au troisième trimestre de 2013. Depuis la fin de 2012, le financement au titre des programmes est la source légèrement dominante des pays sous programme, suivie de près par le financement par l'intermédiaire de l'Eurosystème. Même dans les pays en déficit, le financement officiel (Eurosystème) continue de couvrir une large part de la dette extérieure nette.

Du côté des pays en excédent, il en découle que le secteur privé est moins exposé à ces pays, ce qui a accru en particulier la stabilité de leur secteur financier. Plus de 40 % des créances nettes totales des pays en excédent consistent aujourd'hui en créances officielles, et plus particulièrement en créances que les banques centrales nationales détiennent sur la BCE (soldes de Target 2). Comme l'expose l'encadré, les créances nettes des pouvoirs publics n'ont pas augmenté de manière sensible dans les pays en excédent. Cela ne signifie pas pour autant que ces pouvoirs publics ne sont pas exposés à un risque de crédit. Ainsi, pour assurer le bon fonctionnement du FESF/MES, ils ont octroyé d'importantes garanties qui pourront être utilisées à l'avenir dans l'éventualité d'un défaut de paiement, mais qui ne figurent pas dans le graphique 9.

Étant donné qu'une correction substantielle de la dette extérieure nette est peu probable à court terme, il importe, compte tenu du niveau actuel de l'intégration financière (privée) dans la zone euro, que le financement officiel soit maintenu à court terme, voire, au besoin,

(1) Vu les échéances des crédits octroyés par l'intermédiaire du FESF/MES, ce risque de refinancement pourrait perdurer. Ainsi, les dernières échéances des crédits octroyés par l'intermédiaire du FESF au Portugal, à l'Irlande et à la Grèce se situent pour l'instant respectivement en 2040, en 2042 et en 2050. En ce qui concerne les crédits octroyés par l'intermédiaire du MES à l'Espagne et à Chypre, ces échéances se situent respectivement en 2027 et en 2030.

renouvelé. À plus long terme, il est primordial de rétablir la confiance, de manière à relancer le financement privé, ce qui permettra de réduire progressivement le montant du financement officiel. Un accroissement de l'intégration financière dans la zone euro est donc essentiel à la soutenabilité des positions extérieures. La conclusion revient sur cette question. Entre-temps, la prochaine section aborde l'aspect prix de l'intégration financière.

### 3.3 Taux d'intérêt

Outre la mesure des volumes, l'évolution des prix – ou, à titre équivalent, les rendements ou les taux d'intérêt – constitue une mesure complémentaire de l'intégration financière. En vertu des conditions de non arbitrage qui règnent sur un marché intégré, les écarts de taux d'intérêt entre ses États membres reflètent les attentes en matière d'évolution des cours de change et les différences de primes de risque pour les différents instruments. Dans une véritable union monétaire, qui, par définition, exclut toute attente en matière de variation des taux de change, les taux d'intérêt de deux actifs financiers présentant des caractéristiques similaires (concernant par exemple le risque de liquidité et de crédit) devraient être identiques.

La concrétisation de cet aspect de l'intégration financière constitue donc une condition souhaitable au sein d'une union monétaire: il faut que les décisions de politique monétaire mises en œuvre par la voie d'un taux directeur unique pour tous les États membres se transmettent à l'économie réelle de manière homogène en tout point de l'union. Lorsque les différences entre les taux d'intérêt de deux instruments financiers sont imputables exclusivement au pays d'origine des émetteurs – et non à des facteurs de risque fondamentaux –, il faut y voir le signe d'une fragmentation et d'une distorsion dans la transmission de la politique monétaire. Dans la présente section, nous nous penchons sur cet aspect de l'intégration financière qui porte sur la détermination des taux sur les différents marchés financiers de la zone euro, en insistant sur les événements qui se sont succédé depuis le début de la crise. Pour ce faire, nous observons les tendances et les évolutions des taux de référence et des taux débiteurs bancaires dans les différents pays, et nous nous attachons à déterminer si et, le cas échéant, dans quelle mesure, les décisions de politique monétaire sont transmises aux taux d'intérêt dans les différents États de la zone euro.

#### TAUX DE RÉFÉRENCE

La première étape du mécanisme de transmission monétaire concerne la transmission des taux directeurs aux taux de référence. Nous commençons par analyser les

tendances sur les marchés interbancaires et de la dette souveraine, ces marchés étant pris comme référence (*benchmark*) pour déterminer les valeurs sur d'autres marchés financiers, comme celui des obligations d'entreprise ou des prêts bancaires à la clientèle de détail. Les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés interbancaires et sur ceux des obligations souveraines dans les différentes juridictions monétaires sont fonction du niveau et de l'évolution attendue des taux directeurs fixés par les banques centrales respectives, et ils dépendent dès lors des caractéristiques spécifiques de la juridiction concernée, et notamment de son objectif (implicite) d'inflation, de son taux de croissance potentiel et de sa situation conjoncturelle. C'est pourquoi, avant 1999, les écarts de taux directeurs – qui traduisaient principalement les différences entre les pays concernés en matière de croissance réelle et/ou d'inflation et d'attentes de croissance et d'inflation – constituaient un facteur important des disparités constatées entre les taux de référence. Par ailleurs, la présence de primes de risque dans ces taux de référence, en raison par exemple d'un risque de change, a également contribué à creuser les écarts entre les différents États avant l'introduction de l'euro. Le processus menant à cette troisième phase de l'UEM, marquée par le respect des critères de convergence fixés dans le traité de Maastricht, impliquait également une convergence significative des taux d'intérêt de référence. En outre, le risque de dévaluation étant écarté de par la création de la monnaie unique, le second grand facteur alimentant la divergence entre les taux appliqués aux instruments originaires des différents pays de la zone euro disparaissait lui aussi de l'équation.

Cette suite d'événements se reflète clairement dans l'évolution des marchés interbancaires: les divergences entre pays, telles que mesurées par l'écart type, étaient importantes avant 1996, mais elles se sont sensiblement repliées au cours de la période menant à l'UEM. Les divergences sont demeurées négligeables à partir de l'introduction de l'euro en 1999, et ce jusqu'aux premières turbulences sur les marchés financiers en 2007. En effet, à partir de 2007, et en particulier à compter du dernier trimestre de 2008, des perceptions accrues de risque dans un contexte d'incertitude extrême au sein du secteur financier ont contribué à une fragmentation des marchés monétaires selon les frontières nationales, qu'on peut attribuer à une série de facteurs. D'une part, les banques étant susceptibles d'être mieux renseignées sur la situation de leurs homologues nationaux, elles ont eu tendance à les distinguer des contreparties étrangères dans leurs décisions d'octroi de crédits. D'autre part, à mesure que la crise progressait, la situation budgétaire et financière des pouvoirs publics a été de plus en plus liée au risque associé aux banques, de sorte que la fragilité

de la situation budgétaire de certains pays a également contribué à une hausse des coûts de financement pour leurs systèmes bancaires nationaux<sup>(1)</sup>. Ce deuxième effet semble expliquer pourquoi la dispersion constatée en matière de taux interbancaires garantis a, au plus fort de la crise de la dette souveraine en 2011 et en 2012, surpassé la dispersion en matière de taux non garantis. En réalité, comme les obligations souveraines sont souvent utilisées pour garantir les prêts contractés sur les marchés interbancaires, un risque de crédit accru sur une dette souveraine donnée obère la valeur de la garantie mise à la disposition des banques, limitant ainsi leur accès au financement. Cet effet a été renforcé par une forte préférence nationale dans les portefeuilles d'obligations souveraines (cf. section 3.1), ce qui a aggravé ce risque de corrélation entre la dette souveraine et le système bancaire dans chacun des pays.

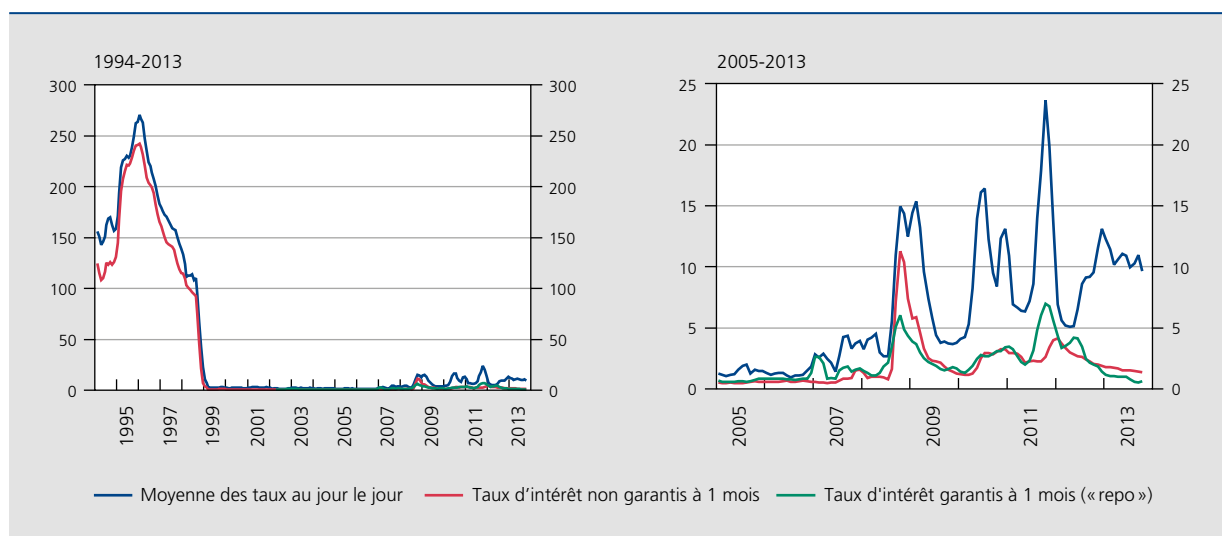
Au delà de leur effet sur les portefeuilles des banques et sur les coûts de financement de ces dernières, les rendements des obligations souveraines sont une pièce maîtresse du mécanisme de transmission monétaire, en ce qu'ils constituent habituellement le cours de référence pour d'autres instruments à taux fixe dans chaque pays. En outre, les effets de la crise de la zone euro se sont fortement manifestés dans les rendements des obligations souveraines. Eu égard à ces éléments, l'examen de l'évolution des rendements des obligations souveraines est pertinent pour l'analyse de l'intégration financière au sein de la zone euro. À l'instar de ce qui se passe au niveau des taux interbancaires, les rendements des obligations

souveraines dans les pays de la zone euro divergeaient au début des années 1990, eu égard aux différences nominales évoquées ci dessus, ainsi que sous l'effet des disparités entre États sur le plan de leur solvabilité. Dans les années qui ont précédé l'adoption de l'euro, les rendements ont commencé à converger notablement, et la dispersion entre pays s'est nettement résorbée. Cette tendance s'est confirmée après 1999, en raison de la convergence des risques d'inflation et de la disparition du risque de change au sein de l'union monétaire. Entre 1999 et 2008, toutefois, des inégalités importantes entre États en matière de solvabilité ont coexisté avec des rendements souverains exceptionnellement similaires entre les pays de la zone euro, et ce en dépit de la clause de non assistance (*no bail out*). Cela porte à croire que l'évaluation du risque a très probablement été inefficace au cours des dix premières années de l'UEM, permettant une convergence excessive des rendements des différentes signatures souveraines de la zone euro.

Ce constat présente un contraste frappant avec le début de la crise financière et économique, et en particulier de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, qui a

(1) Cette rétroaction entre les difficultés de financement des banques et le risque souverain opère en boucle et par des canaux de transmission multiples. Dans la propagation du risque souverain aux banques, la précarité de la situation budgétaire du gouvernement national entraîne, d'une part, l'incapacité potentielle du gouvernement de soutenir les banques et, d'autre part, des pertes – du moins au prix du marché – sur les portefeuilles d'obligations souveraines détenus par lesdites banques. Dans la propagation du risque bancaire aux obligations souveraines, un secteur financier national chancelant peut peser lourd dans les finances de l'État où il opère. La simple perception d'une vulnérabilité du secteur bancaire est susceptible à elle seule de faire grimper les primes de risque sur les obligations souveraines.

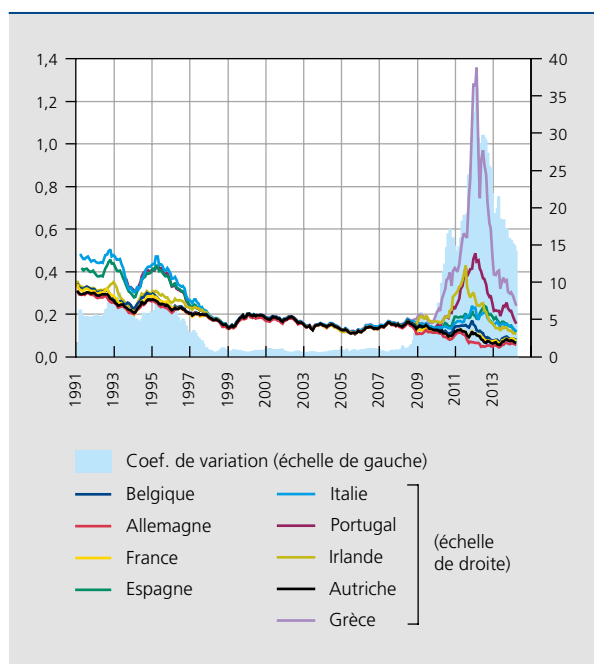
**GRAPHIQUE 10** FRAGMENTATION SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO  
(écart type entre pays, points de base)



Source : BCE.

**GRAPHIQUE 11** FRAGMENTATION SUR LES MARCHÉS DES OBLIGATIONS SOUVERAINES DE LA ZONE EURO

(rendements des obligations à dix ans et coefficient de variation, en pourcentage)



Source : Thomson Reuters Datastream.

exacerbé la perception du risque par les investisseurs, les amenant à se replier sur leurs territoires nationaux. Le rapatriement des capitaux placés dans des pays perçus comme plus risqués s'est accompagné d'un envol des rendements des obligations souveraines de ces pays. À partir de la mi 2011, la crainte d'une réversibilité de la monnaie unique, portant dans un premier temps sur un cercle très limité d'États, a contribué à alimenter une divergence accrue des rendements selon les frontières nationales : tandis que certains États étaient contraints de se retirer des marchés financiers, d'autres, considérés comme des refuges, ont vu leurs coûts de financement se contracter sensiblement à la faveur des entrées de capitaux.

Confrontée à cet état de fait, et soucieuse d'éviter que ces distorsions sur les marchés interbancaires et sur les marchés de la dette souveraine ne mettent à mal l'unicité de la politique monétaire dans la zone euro, la BCE a pris une série de mesures non conventionnelles qui ont soulagé les effets de la fragmentation des taux interbancaires et des obligations souveraines. Entre autres remèdes destinés à faciliter le financement par les banques, la BCE a fourni des liquidités à des conditions favorables, approuvé les

deux programmes de rachat d'obligations sécurisées et élargi le cadre d'éligibilité des garanties, allégeant ainsi les difficultés de financement des banques en dépit de la dégradation de leurs actifs. Pour lutter plus spécifiquement contre les distorsions liées aux obligations souveraines dans le mécanisme de transmission monétaire, la BCE a adopté deux programmes axés sur les divergences injustifiées dans les rendements des obligations souveraines. En vertu du Programme pour les marchés de titres (PMT) de 2010-2012, l'Eurosystème a acquis des titres d'États sur les marchés secondaires pour rétablir le bon fonctionnement de certains segments de marché. Le PMT a pris fin lorsque la BCE a créé les opérations monétaires sur titres (OMT), qui visent également à réduire les distorsions grevant le mécanisme de transmission monétaire, eu égard en particulier au fait que la divergence des rendements souverains était perçue comme étant alimentée également par une augmentation du risque dit de redénomination, c'est à dire l'éventualité qu'un État se retire de la zone euro. Ainsi, tant la hausse des rendements dans certains des pays plus durement touchés par la crise que son pendant, à savoir la baisse des rendements dans les États considérés comme des refuges, étaient considérées comme excessives et insuffisamment justifiées au vu des fondamentaux économiques<sup>(1)</sup>. Par conséquent, le but poursuivi par les OMT est d'éliminer ledit risque de redénomination, afin d'éviter des « scénarios néfastes susceptibles de compromettre gravement la stabilité des prix dans la zone euro » (Draghi, 2012).

D'autres autorités européennes et nationales ont elles aussi adopté des séries de mesures économiques, structurelles et institutionnelles destinées à faire face à l'intensification de la crise. À l'échelon européen, certaines de ces mesures les plus importantes ont été le renforcement de la gouvernance économique de l'UE et des avancées vers une union bancaire. Combinées au programme des OMT, ces dispositions ont permis d'atténuer la fragmentation sur les marchés monétaires et des obligations souveraines en rétablissant la confiance dans certains segments de marché. Cela a significativement affaibli la divergence des taux de référence entre les pays, en particulier depuis l'été de 2012, bien que la dispersion reste très élevée par rapport à la période d'avant la crise (voire, dans certains cas, par rapport aux niveaux d'avant l'introduction de l'euro).

### TAUX DÉBITEURS BANCAIRES

Comme les marchés de référence ont une incidence sur le coût de financement des banques et sur la valeur de leurs portefeuilles, ils représentent un facteur important dans la détermination des taux que pratiquent les banques à l'égard de leur clientèle. Les évolutions observées en

(1) Pour plus d'information sur ce point, cf. Dewachter et al. (2014, à paraître dans le *Journal of Banking and Finance*).

matière de taux interbancaires et de taux des obligations souveraines, et plus spécifiquement la convergence puis la divergence constatées depuis le début de la troisième phase de l'UEM, auraient donc pu se répercuter sur d'autres marchés financiers, y compris ceux des prêts aux particuliers. Dans une union monétaire, la transmission adéquate de la politique monétaire à l'ensemble des pays et des marchés est un trait fondamental de l'intégration financière entre ses États membres. L'analyse des développements entre pays en ce qui concerne les taux débiteurs bancaires, qui sont le dernier maillon de la transmission de la politique monétaire, est donc pertinente dans ce contexte.

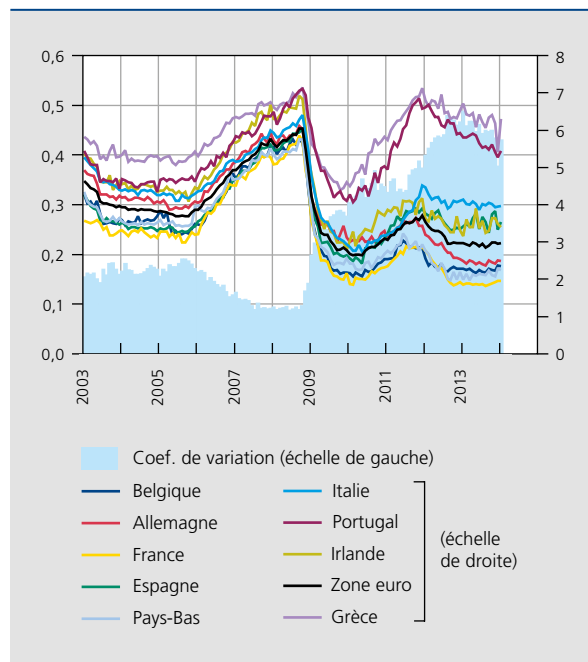
Afin d'évaluer dans quelle mesure les taux sur les marchés bancaires de détail se sont fragmentés à la suite des divergences sur les marchés de référence et de déterminer quels facteurs ont été à l'origine de cette fragmentation, nous analysons les tendances des taux des prêts aux particuliers. Dans le présent article, nous examinons plus spécifiquement l'évolution des taux bancaires débiteurs avant et, surtout, pendant la crise. Nous nous concentrons plus précisément sur le coût du crédit bancaire pour les sociétés non financières (SNF), et ce pour deux raisons. Tout d'abord, le crédit bancaire reste la principale source de crédit pour le secteur privé non financier de la zone euro, le financement par d'autres intermédiaires financiers ou directement sur les marchés demeurant relativement faible, notamment pour les petites et moyennes entreprises. Deuxièmement, nous nous intéressons au coût de l'emprunt pour les SNF (par opposition aux ménages), en ce qu'il constitue un facteur fondamental des investissements réalisés par les entreprises et, par conséquent, de la croissance économique. Il est à noter que les taux des prêts bancaires aux sociétés non financières ont affiché une divergence plus importante que les prêts aux logements pour les ménages, du fait qu'une plus grande part des prêts aux SNF ne sont pas garantis<sup>(1)</sup>, de sorte que l'évolution des perceptions en matière de risque influe plus fortement sur les taux pratiqués à l'égard des SNF.

Comme dans le cas des marchés de référence, la dispersion des taux débiteurs bancaires<sup>(2)</sup>, mesurée par le coefficient de variation, se situait à des niveaux peu élevés entre 2003 (début de la série de données harmonisées pour tous les pays) et la fin de 2008. Au cours de l'expansion économique qui a prévalu entre 2006 et l'été de 2007, la dispersion a reflué. Dans le sillage de la faillite de Lehman

Brothers, la divergence a repris. Durant l'été de 2011, lorsque la crise de la dette souveraine s'est intensifiée et s'est étendue à un cercle plus large de pays, la variation des taux débiteurs bancaires entre pays a connu une nouvelle poussée, atteignant un pic entre août 2012 et août 2013, période au cours de laquelle la fragmentation des marchés de référence avait commencé à se replier. Sur l'année 2013, la dispersion entre les taux des prêts de détail des différents pays a commencé à s'amoinrir, bien qu'à un rythme plus lent que la réduction évoquée ci-dessus de la dispersion sur les marchés des obligations souveraines, et elle est tout de même restée très importante au début de 2014. Dès lors, au début de l'année 2014, le coût des emprunts à court terme pour les SNF s'établissait dans certains pays de la zone euro à des niveaux comparables à ceux observés au cours de la première moitié des années 2000, malgré le niveau proche de zéro qu'affichent aujourd'hui les taux directeurs. En effet, à la suite de la diminution de 400 points de base du taux des opérations principales de refinancement entre août 2008 et janvier 2014, les taux des prêts bancaires à court terme aux SNF ont reculé de plus de 300 points de base dans certains pays (Allemagne, Pays Bas, France et Belgique, par exemple), tandis que ceux pratiqués dans les

#### GRAPHIQUE 12 FRAGMENTATION DES TAUX DÉBITEURS BANCAIRES DE LA ZONE EURO

(indicateur du coût d'emprunt à court terme pour les sociétés non financières<sup>(1)</sup> et coefficient de variation, en pourcentage)



Source : BCE.

(1) Calculé comme une moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les prêts jusqu'à un an (en ce compris les prêts à long terme émis à taux variable avec une période initiale de fixation du taux de moins d'un an) et sur les découverts consentis par les banques aux sociétés non financières (cf. BCE, 2013).

(1) Quelque 30 % du volume des nouveaux prêts bancaires aux SNF dans la zone euro sont garantis, en moyenne depuis juin 2010 (données tirées de l'enquête MIR de la BCE sur les taux d'intérêt des institutions financières monétaires).

(2) Nous utilisons les taux débiteurs bancaires de la base de données MIR de la BCE, qui applique des méthodes harmonisées pour tous les pays de la zone euro. La série, établie selon une périodicité mensuelle, débute en janvier 2003.



pays les plus touchés par la crise (Espagne, Italie, Portugal et Grèce) n'ont baissé que de 165 points de base en moyenne sur la même période.

De telles différences dans la répercussion de la baisse des taux directeurs évoquent la présence de problèmes dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques, de sorte que l'assouplissement de la politique monétaire a eu peu d'effet dans les pays qui en avaient le plus besoin au vu de leur situation économique. En fait, cette déficience dans la transmission peut avoir été la conséquence de problèmes réels dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, tout comme elle peut être l'écho d'autres facteurs mal identifiés. Dans ce cas, si on se limite à l'évolution des taux débiteurs bancaires, sans tenir dûment compte des caractéristiques sous-jacentes des conditions bancaires et économiques respectives, on risque d'obtenir une description incomplète du mécanisme de transmission.

Pour mieux cerner ce qui alimente cette divergence entre les pays sur le plan de la transmission des taux de référence aux taux des prêts au détail, il est instructif d'examiner la relation entre les taux des prêts bancaires (exprimés comme l'écart, en points de base, entre l'indicateur du coût d'emprunt des SNF jusqu'à un an et l'OIS à trois mois, en moyenne pour la période indiquée<sup>(1)</sup>) et un facteur lié à la santé financière du secteur bancaire – le ratio de fonds propres de première catégorie (ratio Tier 1) – d'une part, et un facteur macroéconomique – les prêts douteux – d'autre part.

En ce qui concerne le premier de ces facteurs, le graphique montre que le degré de capitalisation des systèmes bancaires nationaux est négativement corrélé avec les taux des prêts bancaires. Les ratios de fonds propres de première catégorie ont augmenté de manière substantielle entre 2008 et le premier semestre de 2013, les banques s'étant recapitalisées le sillage de la crise, mais cette embellie s'est accompagnée d'une poussée marquée de la dispersion entre les pays: bien que les différences de degré de capitalisation des secteurs bancaires nationaux aient été importantes en 2008 (entre 6,6 et 12,7%), elles ont enflé au cours des années suivantes, occupant une fourchette comprise entre 10,7 et 19,1% au premier semestre de 2013. La corrélation négative observée implique que les banques mieux capitalisées appliquent

des taux d'intérêt plus faibles pour les nouveaux prêts. En outre, cette relation s'est renforcée au cours de la crise, adoptant une pente plus prononcée (ce qui signifie qu'une détérioration de la capitalisation bancaire a fait grimper les taux des prêts bancaires dans une plus large mesure en 2013 qu'avant la crise), mais avec un R carré atténué. En effet, pour les banques plus affaiblies, présentant des niveaux de capitalisation peu élevés ou un levier d'endettement supérieur, l'accès au financement devient à la fois plus difficile et plus onéreux. Le fait que les taux pratiqués par les banques soient devenus plus sensibles à la solidité financière du système bancaire national dans lequel elles opèrent pourrait être le signe que les établissements bancaires de ces pays doivent accroître leurs bénéfices, et améliorer ainsi leur niveau de fonds propres, ou réaménager leurs actifs pondérés par les risques.

Le même type d'observations vaut pour la relation entre les taux débiteurs bancaires et le risque de l'emprunteur. En fait, si nous considérons les prêts douteux (exprimés en pourcentage du total des prêts) comme une estimation du risque de l'emprunteur, nous constatons que les taux plus élevés des prêts douteux sont fortement associés à des écarts plus prononcés des taux débiteurs bancaires<sup>(2)</sup>, en particulier après la crise. Pendant la crise, les écarts de parts des prêts douteux entre les différents pays se sont exacerbés. Parallèlement, la pente de la ligne de régression s'est accentuée, mais le R carré de la relation a diminué.

Le lien étroit constaté entre le niveau des taux débiteurs bancaires et ces deux types de facteurs semble indiquer que la transmission de la politique monétaire est influencée par les conditions économique-financières observées dans chaque pays, en particulier depuis le début de la crise. Afin d'évaluer sur un plan plus structurel les causes de la forte divergence des taux débiteurs bancaires entre les pays de la zone euro, nous procédons à l'aide d'un modèle économétrique auquel nous intégrons ces deux types de risques en dernière étape. L'analyse est effectuée pour quatre pays de la zone euro ayant présenté une forte divergence entre eux en matière de taux débiteurs bancaires au cours de la crise (Belgique, Allemagne, Italie et Espagne), par l'application de modèles vectoriels à correction d'erreur (*vector error correction models – VECM*), généralement utilisés pour modéliser la répercussion sur les taux débiteurs bancaires<sup>(3)</sup>. Ce type de modèles nous permet d'approximer la relation à long terme entre les taux d'intérêt de référence et les taux débiteurs bancaires. Cette méthode modélise par ailleurs la réaction à court terme des taux débiteurs bancaires aux variations du taux de référence et l'ajustement menant au nouvel équilibre à long terme. La section qui suit met l'accent sur l'estimation des relations à long terme entre les variables.

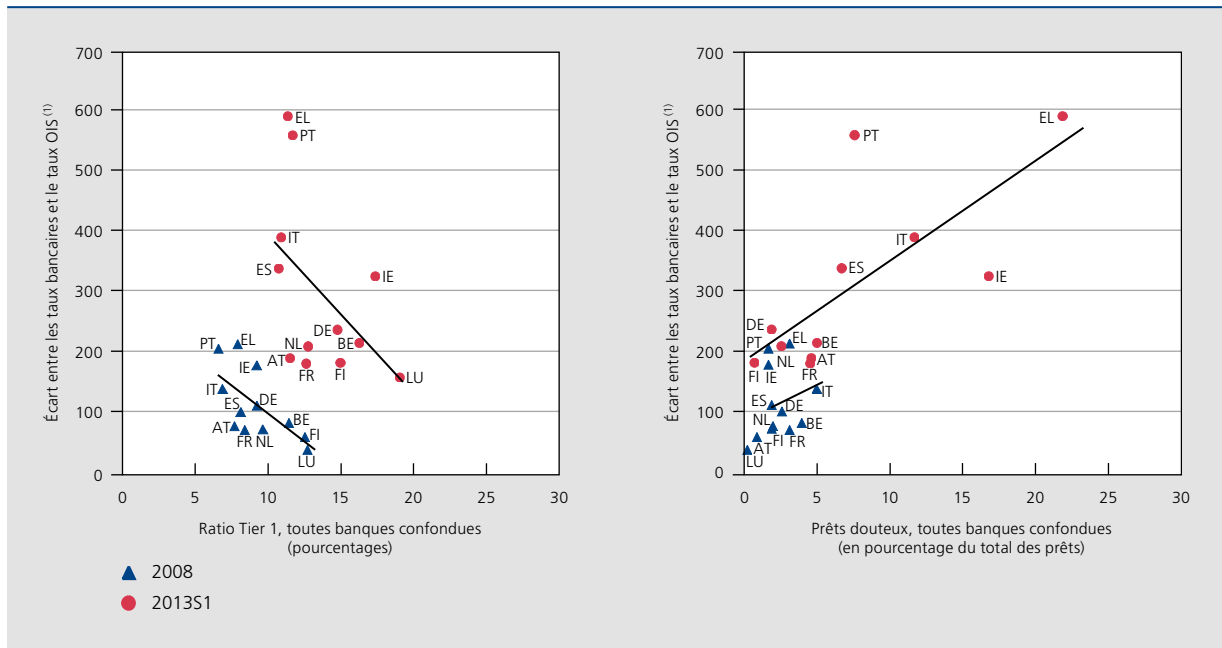
(1) Le recours à l'écart entre les taux des prêts bancaires et un taux sans risque de référence permet de faire abstraction de toute variation du niveau des taux directeurs entre les périodes considérées.

(2) Un niveau élevé de risque de l'emprunteur peut signifier également que la banque détient déjà des actifs risqués au bilan. Cela serait également de nature à augmenter ses coûts de financement, ce qui pèserait sur les taux d'intérêt qu'elle propose.

(3) Cf. notamment BCE (2009), Cordemans et de Sola Perea (2011).

**GRAPHIQUE 13** FACTEURS D'HÉTÉROGÉNÉITÉ ENTRE LES TAUX DÉBITEURS BANCAIRES DE LA ZONE EURO

(écarts en points de base)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE (MIR et Consolidated Banking Data).

(1) Écart entre l'indicateur du coût d'emprunt à court terme pour les sociétés non financières et l'OIS à trois mois.

Les analyses sont effectuées à l'aide de l'indicateur du coût d'emprunt à court terme pour les sociétés non financières (ICE), également illustré plus haut : cet indicateur est calculé comme une moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les prêts jusqu'à un an (en ce compris les prêts à long terme émis à taux variable avec une période initiale de fixation du taux de moins d'un an) et sur les découverts consentis par les banques aux sociétés non financières. Le swap de taux au jour le jour (OIS) à trois mois, qui fournit une approximation du taux au jour le jour attendu pour les trois prochains mois, fait office de référence pour le taux d'intérêt à court terme sans risque. Les VECM sont estimés en utilisant la méthodologie simple en deux étapes définie par Lütkepohl et Krätzig (2004). L'équation estimée se présente comme suit :

$$\Delta cbi_t = \alpha_{cbi} (cbi_{t-1} - \beta ois_{t-1} - \gamma) + \sum_{i=1}^n \delta_{cbi,t-i} \Delta cbi_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{cbi,t-i} \Delta ois_{t-i} + u_{cbi,t}$$

où ice est l'indicateur du coût d'emprunt, ois est le taux de marché pris comme référence (OIS à trois mois),  $\alpha$  représente la vitesse d'ajustement vers l'équilibre à long terme,  $\beta$  désigne le degré de transmission du taux de marché sur le long terme,  $\gamma$  est une constante dans l'équation à long terme qui traduit l'écart entre les deux

taux,  $\delta$  et  $\theta$  mesurent la dynamique de court terme et  $u$  sont les termes d'erreur. Un coefficient  $\beta$  égal à 1 indique une répercussion intégrale du taux de marché au taux bancaires débiteurs à long terme. Le terme entre parenthèses est l'équation de cointégration, qui est la relation à long terme entre les taux d'intérêt, tandis que le reste de l'équation montre la dynamique à court terme. Le nombre de retards ( $n$ ) utilisé dans chaque modèle est choisi en fonction du critère d'information de Schwarz.

Dans un premier temps, nous appliquons ce modèle à la période d'avant la crise, entre janvier 2004 et août 2008. Cela nous permet d'observer le fonctionnement du mécanisme de transmission monétaire dans chacun des pays analysés « en temps normal » ainsi que pendant une période durant laquelle la divergence entre les taux était faible. Le tableau 1 présente le coefficient à long terme estimé pour le taux du marché monétaire. La colonne 1 montre que, préalablement à la crise et en recourant au modèle simple décrit ci dessus, la transmission des taux débiteurs bancaires était à peu près complète et similaire pour les cinq pays analysés : le coefficient de long terme du taux OIS variait entre 0,91 et 1,25, c'est à dire très près de 1 dans tous les cas de figure. S'agissant de l'Espagne, le coefficient supérieur à 1 indique une répercussion plus que complète, dans laquelle le taux débiteur bancaire réagirait à long terme par une augmentation ou par une

**TABLEAU 1** TRANSMISSION À LONG TERME DU TAUX DE MARCHÉ AUX TAUX DÉBITEURS BANCAIRES  
(les erreurs types sont affichées entre parenthèses)

	Bivarié, avant la crise	Bivarié, période d'échantillonnage complète	Tous les facteurs, période d'échantillonnage complète
Belgique . . . . .	1,01 (0,07)	0,75 (0,04)	0,94 (0,05)
Allemagne . . . . .	0,92 (0,04)	0,79 (0,04)	0,83 (0,02)
Italie . . . . .	0,91 (0,08)	0,47 (0,17)	0,96 (0,02)
Espagne . . . . .	1,25 (0,07)	0,31 (0,14)	1,23 (0,04)

Source: calculs propres.

diminution plus ample que la variation initiale du taux de marché. L'ajustement vers l'équilibre de long terme ( $\alpha$ , non repris dans le tableau) a, selon nos estimations, été plus rapide en Belgique et en Allemagne qu'en Espagne et en Italie, tandis que les estimations de la constante  $\gamma$  (non incluses dans le tableau) révèlent une dispersion importante entre les pays considérés – de plus faible en Espagne à plus forte en Allemagne et en Italie.

Étendre la même analyse à la période complète d'échantillonnage (jusqu'en janvier 2014) permet d'examiner si la crise et la fragmentation observée sur d'autres marchés ont induit un changement structurel dans la relation entre le taux de marché et le taux bancaire débiteur dans chacun des pays. La colonne 2 du tableau 1 montre que la transmission des taux de marché a été perturbée dans l'ensemble des pays étudiés, fût-ce à des degrés très variés: pour la Belgique et l'Allemagne, le coefficient à long terme sur le taux de référence s'est quelque peu réduit, tout en demeurant élevé et relativement proche de 1. Donc, dans certains pays moins touchés par la crise, le modèle simple liant les taux débiteurs bancaires exclusivement aux taux du marché monétaire à court terme est en mesure d'expliquer le comportement des taux débiteurs bancaires, y compris durant la crise. Par contre, dans le cas de pays plus durement frappés par la crise, l'atténuation de la répercussion à long terme a été beaucoup plus marquée: en Italie, elle est revenue de 0,91 à 0,47, alors qu'en Espagne, elle est retombée de 1,25 à 0,31. La relation estimée entre les taux de référence et les taux débiteurs bancaires semble donc s'être interrompue depuis la crise dans les pays plus en difficulté<sup>(1)</sup>. En Belgique et en Allemagne, la vitesse d'ajustement vers l'équilibre à long terme a considérablement diminué, tandis qu'elle est

devenue insignifiante en Espagne et en Italie. La constante incluse dans l'équation à long terme a augmenté dans tous les pays, mais de façon beaucoup plus marquée dans le cas de l'Italie et de l'Espagne.

Une analyse plus approfondie peut contribuer à déterminer quels facteurs sont à l'origine de cette altération de la répercussion à long terme des taux de marché. À cette fin, et étant donné la relation étroite précédemment établie entre la santé financière du secteur bancaire et la situation macroéconomique d'un pays, d'une part, et les taux débiteurs bancaires, d'autre part, nous procédons à l'estimation d'un modèle comprenant deux variables qui représentent ces deux risques principaux. En raison de la fréquence mensuelle du modèle, nous incluons le taux de chômage en tant qu'indicateur de la fragilité de la situation économique de chaque pays, ainsi qu'un indicateur du risque emprunteur. Nous intégrons également une moyenne mensuelle non pondérée des écarts de rendement des CDS à cinq ans pour les banques établies dans chacun des pays étudiés, comme indicateur des perceptions relatives à la santé financière du système bancaire national et, partant, des coûts de financement auxquels les banques (en moyenne) sont confrontées dans chaque pays. Il est intéressant de rappeler que les écarts de rendement des CDS bancaires sont étroitement corrélés avec les rendements des obligations souveraines, en raison de la boucle de rétroaction entre risque souverain et risque bancaire. Par conséquent, la relation étroite entre les banques et les emprunteurs souverains implique que cette analyse ne sera pas en mesure de déterminer exactement l'importance du risque bancaire par rapport au risque souverain dans l'établissement des taux débiteurs bancaires<sup>(2)</sup>. Dans une certaine mesure, la même réserve s'applique à l'identification des autres variables: en fait, les taux de chômage affichent une corrélation positive étroite avec la santé du secteur financier en Italie et en Espagne<sup>(3)</sup>, ce qui implique qu'une interprétation et une différenciation strictes des effets de chaque type de risque ne sont pas forcément possibles.

Ces deux variables sont introduites dans le terme de correction d'erreurs (la relation à long terme) et dans la dynamique à court terme. Nous incluons également une variable muette pour la période de la crise (à partir de septembre 2007)<sup>(4)</sup>. Comme dans le cas du modèle

(1) Dans le cas de l'Italie et de l'Espagne, cette conclusion est renforcée par le caractère peu significatif de plusieurs des coefficients estimés.

(2) Dans ce contexte, Al-Eyd et Berkmen (2013) arrivent à la conclusion que « les informations quant aux risques souverains semblent être captées par le risque du secteur financier et dans les écarts de rendement des obligations bancaires », étant donné qu'avec l'inclusion de variables liées au risque du secteur financier, les coefficients des variables liées au risque souverain deviennent non significatifs dans leur analyse.

(3) La corrélation est néanmoins négative pour l'Allemagne comme pour la Belgique.

(4) L'inclusion de la variable muette de la crise dans un modèle bivarié pour l'ensemble de la période d'échantillonnage ne modifie pas la conclusion quant à une forte perturbation de la transmission de la politique monétaire durant la crise pour l'Espagne et l'Italie.

simple, nous nous concentrons sur l'équation estimée pour le coût de l'indicateur d'endettement, qui se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \Delta cbi_t = & \alpha_{cbi}(cbi_{t-1} - \beta ois_{t-1} - \zeta unemp_{t-1} - \eta cds_{t-1} - \gamma) \\ & + \sum_{i=1}^n \delta_{cbi,t-i} \Delta cbi_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{cbi,t-i} \Delta ois_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^n \mu_{cbi,t-i} \Delta unemp_{t-i} + \sum_{i=1}^n \omega_{cbi,t-i} \Delta cds_{t-i} + u_{cbi,t} \end{aligned}$$

Les coefficients à long terme du taux de marché ( $\beta$ ) obtenus à partir de l'estimation utilisant tous les facteurs de risque pour l'ensemble de la période d'échantillonnage sont présentés en colonne 3 du tableau 1. L'inclusion des facteurs de risque implique que l'estimation de la transmission à long terme des taux de marché se situe à nouveau à des niveaux comparables à ceux observés avant la crise, ce qui suggère donc qu'au sens strict, la baisse des taux de marché s'est en réalité transmise dans son intégralité aux taux débiteurs bancaires, y compris dans les pays les plus touchés par la crise, mais que la présence des risques économiques et financiers a poussé les taux débiteurs bancaires à la hausse, masquant cette transmission « intégrale ». La vitesse de l'ajustement vers l'équilibre à long terme s'est accrue, atteignant des niveaux comparables à ceux d'avant la crise en Allemagne et des niveaux supérieurs en Belgique, en Espagne et en Italie, la similitude entre tous les coefficients  $\alpha$  s'accroissant entre les pays.

Le tableau 2 présente les coefficients à long terme des écarts de rendement des CDS bancaires ( $\eta$ ) et du taux de chômage ( $\zeta$ ). Les tensions pesant sur le secteur bancaire ont pesé lourd dans la fixation des taux débiteurs des banques en Allemagne et en Italie, alors qu'elles ont paru moins pertinentes en Belgique et neutres dans le cas de l'Espagne. Pourtant, les écarts de rendement des CDS bancaires en Espagne influent significativement et amplement sur les taux débiteurs bancaires lorsque l'analyse est effectuée en excluant le chômage du modèle. Cela implique peut-être que les écarts de rendement des CDS bancaires reflètent, dans une large mesure, le risque de crédit associé à la dégradation de la situation macroéconomique en Espagne, comme il l'a été expliqué plus haut. En ce qui concerne le risque macroéconomique, le taux de chômage a constitué une variable pertinente pour la détermination du taux des prêts aux sociétés non financières en Belgique, en Espagne et – particulièrement – en Italie, alors que le taux de chômage a paru revêtir moins d'importance en Allemagne. Mis à part l'ampleur de la dégradation économique dans les différents pays et l'augmentation du risque emprunteur, cela peut être dû au fait qu'une conjoncture macroéconomique atone exercera un

**TABLEAU 2** COEFFICIENTS À LONG TERME DES FACTEURS DE RISQUE  
(les erreurs types sont affichées entre parenthèses)

	CDS bancaires	Chômage
Belgique .....	0,11 (0,05)	0,15 (0,10)
Allemagne .....	0,27 (0,06)	0,07 (0,03)
Italie .....	0,20 (0,03)	0,23 (0,02)
Espagne .....	0,03 (0,03)	0,16 (0,01)

Source : calculs propres.

effet plus marqué sur un système bancaire fragile que sur un système bancaire sain.

Afin d'illustrer la pertinence économique de ces facteurs pour les taux débiteurs bancaires, on calcule deux scénarios contrefactuels pour chacun des pays en utilisant le modèle estimé pour l'ensemble de la période d'échantillonnage qui comprend les deux facteurs de risque. Dans le premier scénario, on suppose que les écarts de rendement des CDS bancaires sont restés au niveau où ils se trouvaient en août 2008, avant l'intensification de la crise financière. Dans le second scénario, c'est le taux de chômage qui demeure constant au niveau d'août 2008. Toutes les autres variables (taux de référence et soit les tensions pesant sur le financement, soit l'indicateur de risque macroéconomique) se comportent comme observé et on calcule le taux bancaire débiteur que cela implique.

En gardant à l'esprit la structure simple du modèle, certaines conclusions provisoires peuvent néanmoins être tirées de cette analyse contrefactuelle. En premier lieu, les écarts de rendement des CDS bancaires semblent avoir eu une incidence plus marquée au plus fort de la crise des obligations souveraines (entre 2011 et 2012), tandis que le chômage a contribué davantage au niveau élevé des taux débiteurs bancaires vers la fin de la période d'échantillonnage, particulièrement en 2013, en raison des taux de chômage plus notables enregistrés alors. En deuxième lieu, l'effet du creusement des écarts de rendement des CDS (reflétant à la fois le risque de crédit et son incidence haussière sur les coûts de financement des banques) sur les taux débiteurs bancaires octroyés aux sociétés non financières s'est avéré relativement faible en Belgique et en Allemagne, alors qu'il a été substantiel en Italie. D'après le modèle, la santé financière perçue ne semble pas avoir été très déterminante du haut niveau des taux débiteurs

bancaires en Espagne. En fait, le modèle tend à indiquer que c'est principalement l'augmentation du chômage qui a contribué le plus au niveau soutenu des taux débiteurs bancaires espagnols, soit un résultat imputable à la hausse significative du taux de chômage, ainsi qu'à l'effet à long terme relativement important de ce dernier sur les taux d'intérêt. Le taux de chômage a également eu une incidence considérable sur les taux débiteurs bancaires en Italie, de même qu'il a exercé un certain impact (plus modéré) sur les taux pratiqués par les banques belges. Le taux de chômage a aussi influencé les taux débiteurs bancaires en Allemagne mais, dans ce cas, avec un effet opposé par rapport aux autres pays, puisque le chômage en Allemagne affiche une tendance baissière depuis juin 2009. Par conséquent, à taux de chômage inchangé, les taux débiteurs bancaires en Allemagne auraient en fait été plus élevés en moyenne, depuis 2011<sup>(1)</sup>.

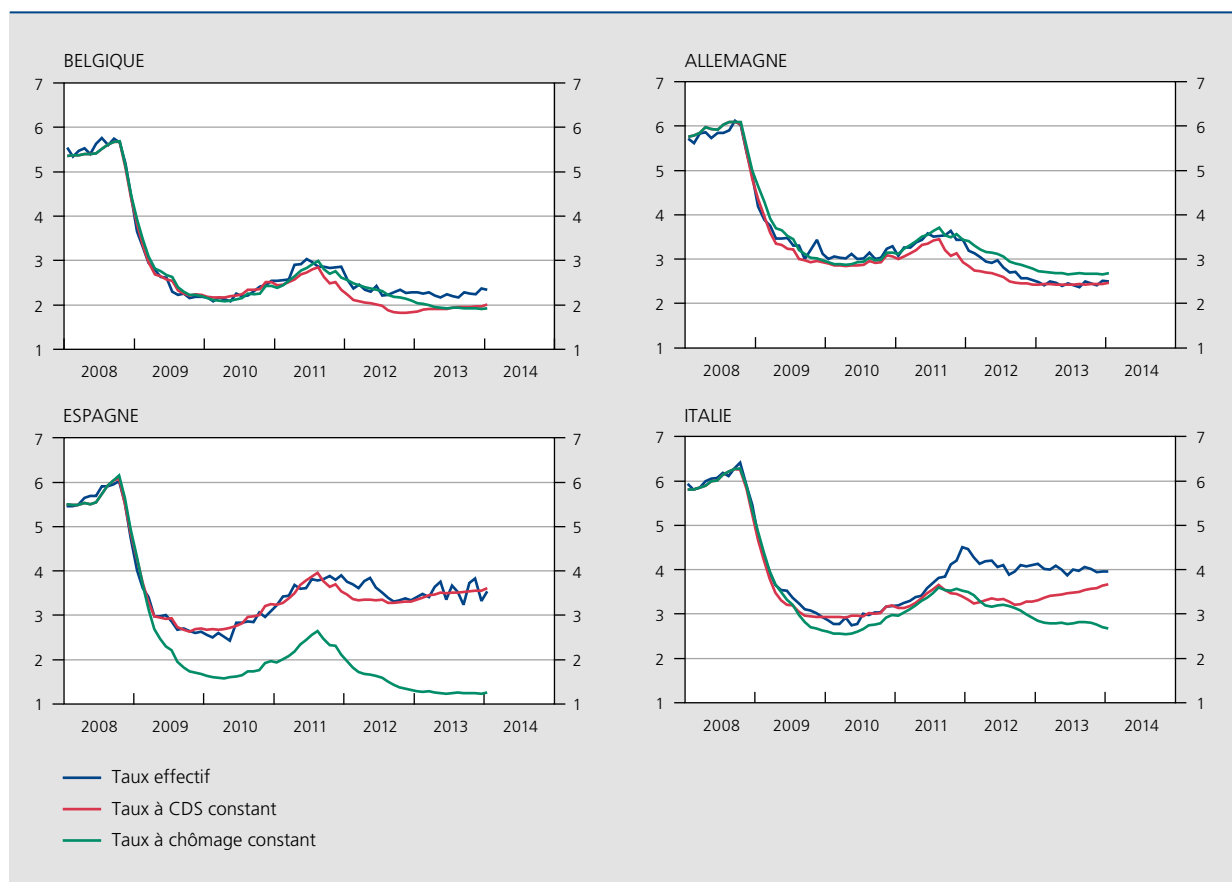
neutraliser des facteurs tels que le risque de crédit bancaire et les coûts de financement, la transmission à long terme des taux de marché aux taux débiteurs bancaires s'est affaiblie durant la crise pour les pays les plus durement touchés. Contrairement aux résultats des auteurs du présent article, ils n'ont pas constaté d'incidence de l'économie réelle (mesurée au moyen de l'indice des directeurs d'achat – PMI – et des indices d'incertitude économique) sur les taux débiteurs bancaires. La BCE (2013) tire des conclusions similaires à celles de cet article, montrant une influence notable des écarts de rendement des obligations souveraines ainsi que des risques macroéconomique et emprunteur sur les taux débiteurs bancaires en Italie et en Espagne, mais pas en France ou en Allemagne. À l'inverse des résultats présentés dans cet article, le risque bancaire ne semble pas y avoir d'incidence marquée sur la détermination des taux débiteurs, bien que cela puisse être

Les constats exposés ici vont dans le même sens que ceux d'Al-Eyd et Berkmen (2013). Ils établissent que, sans

(1) Étant donné la simplicité du modèle, plusieurs réserves s'appliquent à ces résultats. Une analyse plus complète et plus détaillée est nécessaire pour déterminer véritablement et exhaustivement la contribution des différents chocs.

**GRAPHIQUE 14** INCIDENCE DES ÉCARTS DE RENDEMENT DES CDS BANCAIRES ET DU TAUX DE CHÔMAGE SUR LES TAUX DÉBITEURS BANCAIRES : SCÉNARIOS CONTREFACTUELS

(en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE, calculs propres.

imputable à l'inclusion, dans les régressions, des écarts de rendement des obligations souveraines: comme il l'a été mentionné ci-dessus, la boucle de rétroaction entre risque souverain et risque bancaire rend malaisée la différenciation entre les deux effets.

Globalement, les résultats de ces analyses et de celles du présent article semblent indiquer une altération de la transmission des décisions de politique monétaire aux taux débiteurs bancaires. Cela n'est pas nécessairement dû à des problèmes dans le mécanisme de transmission stricto sensu, mais au fait que la détermination des taux débiteurs dans certains pays a été fortement conditionnée par la dégradation marquée de la santé (tant objective que perçue) du système financier ainsi que de la situation macroéconomique au niveau national.

## Conclusions

L'analyse des flux de capitaux transfrontaliers, de même que celle des taux de référence et des taux débiteurs bancaires, montrent que le processus d'intégration financière observé entre les pays de la zone euro durant les premières années de l'union monétaire a subi une inversion à partir de 2007, qui s'est ensuite intensifiée après 2011. En raison des profonds déséquilibres macroéconomiques qui s'étaient constitués et de l'importance des expositions interbancaires et de l'endettement, le tout dans un cadre institutionnel incomplet, l'intégration financière au sein de la zone euro s'est avérée instable dans la tourmente de la crise financière. Ces facteurs ont été à l'origine de la réévaluation des risques qui a incité les flux de capitaux transfrontaliers à se retrancher au cours de la récente crise. L'intensification de la préférence nationale qui s'est ensuivie a accentué le cercle vicieux entre emprunteurs souverains et banques: leurs perceptions des risques sont devenues interdépendantes à l'excès, renforçant ainsi la fragmentation dans la zone euro.

Face à cette situation, les instances européennes ont réagi afin de maintenir l'intégration financière et ont adopté par ailleurs une série de mesures destinées à permettre le développement d'un type d'intégration financière plus soutenable. Cela est souhaitable à deux titres au moins. D'abord, au sein d'une union monétaire, l'intégration financière facilite la transmission adéquate des décisions de politique monétaire aux différents segments de marché de l'union. Ensuite, dans le contexte de déséquilibres extérieurs importants, la réactivation des flux financiers privés transfrontaliers est essentielle pour garantir que les déséquilibres soient financés de manière soutenable. Les autorités de l'Union européenne ont agi sur deux fronts. À court terme, elles ont créé des mécanismes de

financement pour atténuer les tensions de financement immédiates et, dans une perspective à plus long terme, elles ont modifié le cadre institutionnel pour le rendre plus apte à favoriser une forme plus complète et plus soutenable d'intégration financière entre les pays de la zone euro.

Dans la première série de mesures, tant l'Eurosystème que les mécanismes de soutien européens que sont le FESF et le MES ont fourni du financement. De plus, pour contre-carrer l'affaiblissement du mécanisme de transmission monétaire, et en particulier le risque de redénomination, l'Eurosystème a lancé deux programmes d'achat de titres (le Programme pour les marchés de titres et les opérations monétaires sur titres).

Le renforcement du cadre de gouvernance économique et la création de l'union bancaire constituent des mesures à plus long terme. Ces initiatives devraient contribuer à restaurer et à améliorer l'intégration financière dans la zone euro, respectivement en s'attaquant aux causes macroéconomiques sous-jacentes du recul de l'intégration financière et en mettant en place un cadre institutionnel qui pourra mieux servir une saine intégration financière.

L'établissement du semestre européen, qui accroît la surveillance des politiques budgétaires, et l'élargissement du champ de surveillance aux déséquilibres macroéconomiques internes et externes avec le lancement de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, constituent des mesures importantes qui devraient à l'avenir prévenir la formation de déséquilibres excessifs. Conjuguées aux autres éléments qui renforcent le « pilier économique » de l'UEM, tels que la stratégie 2020, elles devraient finir par restaurer la soutenabilité de la croissance économique, condition nécessaire pour susciter l'intérêt des investisseurs internationaux et encourager l'intégration économique du point de vue de la demande.

À ce stade, la plupart des pays en difficulté ont dans une large mesure corrigé leurs déséquilibres en matière de flux, comme l'illustre le redressement de leurs soldes courants, qui facilite un retour aux marchés. Néanmoins, le présent article montre qu'il subsiste d'importants déséquilibres de stocks. Le retour de l'intégration financière devrait contribuer à limiter le risque de refinancement associé et, ce faisant, à garantir que l'endettement net extérieur de ces pays est financé de manière soutenable.

Du point de vue de l'offre, la création de l'union bancaire, qui transfère au niveau européen les compétences nationales en matière de contrôle et de résolution des banques, devrait induire une intégration financière plus efficace,



en ce qu'elle va internaliser les externalités négatives liées aux flux de capitaux transfrontaliers. L'instauration du mécanisme de surveillance unique (MSU) permettra également une meilleure identification des risques, de même qu'elle devrait préserver les flux bancaires/financiers transfrontaliers, et donc l'intégration. Enfin, des éléments de partage des risques transfrontaliers, comme par exemple la mise en place du mécanisme de résolution unique (MRU), favorisera l'intégration de facto dans les moments où son rôle est le plus crucial. La législation actuelle prévoit un fonds de résolution commun financé par l'ensemble des banques. Idéalement, le MRU devrait par ailleurs disposer d'un filet de sécurité crédible, afin d'être en mesure de traiter les événements systémiques.

Ces efforts en vue de la constitution d'une véritable union bancaire représentent une étape importante pour le cadre institutionnel de la zone euro, et ils devraient encourager et améliorer l'intégration financière. Néanmoins, l'intégration pourrait en fin de compte également tirer avantage d'un concept encore plus large d'union financière (incluant les marchés des capitaux et l'intermédiation financière non bancaire), ce qui garantirait encore mieux l'allocation libre et efficace des capitaux au sein de l'union monétaire. Au demeurant, le fonctionnement de l'UEM pourrait également tirer profit d'une intégration plus approfondie, afin d'empêcher que l'intégration financière ne précède l'intégration dans d'autres domaines, courant ainsi le risque de devenir contre-productive.

## Bibliographie

Al-Eyd A. et S. P. Berkmen (2013), *Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area*, IMF Working Paper 13/208, October.

Baele L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova et C. Monnet (2004), *Measuring financial integration in the euro area*, ECB Occasional Paper 14.

Banerjee A. V. (1992), « A simple model of herd behavior », *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (3), 797–817.

BCE (2009), « Évolutions récentes de la transmission aux taux bancaires des modifications de taux directeurs dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, août, 92–105.

BCE (2013), « Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière », *Bulletin mensuel*, août, 79–95.

Boeckx J. (2012), « Quel rôle joue l'Eurosystème en ces temps de crise financière? », BNB, *Revue économique*, septembre, 7–29.

Caballero R., E. Farhi et P.-O. Gourinchas (2008), « An equilibrium model of global imbalances and low interest rates », *American Economic Review*, vol. 98 (1), 358–393.

Calvo A. G. (1998), « Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops », *Journal of Applied Economics*, vol. 1 (1), 35–54.

Chinn M. D. et H. Ito (2006), « What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions », *Journal of Development Economics*, vol. 81 (1), October, 163–192.

Cœuré B. (2014), *Current challenges for the conduct of monetary policy in the euro area*, Speech at the Conference ECB and its Watchers, Frankfurt, Germany, 12 March.

Cordemans N. et M. de Sola Perea (2011), « Taux directeurs, taux de marché et taux bancaires de détail en zone euro dans le contexte de la récente crise économique et financière », BNB, *Revue économique*, juin, 29-54.

Dewachter H., L. Iania, M. Lyrio et M. de Sola Perea (2014), « A macro-financial analysis of the euro area sovereign bond market », à paraître dans le *Journal of Banking and Finance*.

EC (2006), *Commission Staff Working Document on the impact of Regulation (EC) 2560/2001 on bank charges for national payments*, SEC (2006) 1783, Brussels, 18 December.

Draghi M. (2012), *Introductory statement to the press conference*, Frankfurt, Germany, 6 September.

Edison H.J., R. Levine, L. Ricci et T. Slok (2002), « International Financial Integration and Economic Growth », *Journal of International Money and Finance*, vol. 21 (6), November, 749–776.

Eichengreen B. J. (2001), « Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? », *World Bank Economic Review*, vol. 15 (3), 341–365.

Eurostat (2011), *Nouvelle décision méthodologique d'Eurostat sur le déficit et la dette: enregistrement des opérations de la Facilité européenne de stabilisation financière*, Communiqué de presse 13/2011, 27 janvier.

Eurostat (2013), *Décision méthodologique d'Eurostat sur le déficit et la dette: classification statistique du mécanisme de stabilité européen*, Luxembourg, 31 janvier.

- Feldstein M. et C. Horioka (1980), « Domestic Saving and International Capital Flows », *Economic Journal*, vol. 90 (358), June, 314-329.
- FMI (1993), *Cinquième édition du Manuel de la balance des paiements du Fonds monétaire international*.
- FMI (2004), *Révision du Manuel de la balance des paiements du FMI, cinquième édition*.
- FMI (2009), *Sixième édition du Manuel de la balance des paiements du Fonds monétaire international*.
- Gourinchas P.-O. et O. Jeanne (2007), *Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle*, NBER Working Paper 13602.
- Gourinchas P.-O. et M. Obstfeld (2012), « Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4 (1), 226–265.
- IMF (2013), « Fragmentation, the monetary transmission mechanism, and monetary policy in the euro area », *Euro area policies 2013 Article IV consultation*, Selected issues paper, IMF Country Report 13/232, July.
- Jappelli T. et M. Pagano (2008), *Financial market integration under EMU*, CEPR Discussion Paper 7091.
- Kirabaeva K. et A. Razin (2010), *Composition of Capital Flows: A Survey*, NBER Working Paper 16492.
- Kose M. A., E. Prasad, K. Rogoff et S. J. Wei (2009), « Financial Globalization: A Reappraisal », *IMF Staff Papers*, vol. 56 (1), 8–62.
- Lane P. R. et G. M. Milesi-Ferretti (2003), *International financial integration*, IMF Working Papers 03/86.
- Lane P. R. et G. M. Milesi-Ferretti (2008), « The Drivers of Financial Globalization », *American Economic Review* vol. 98 (2), 327–332.
- Lane P. R. (2010), *International Financial Integration and the External Positions of the Euro Area Countries*, OECD Economics Department Working Papers 830.
- Levine R. (2001), « International financial liberalization and economic growth », *Review of International Economics*, vol., 688–702.
- Lucas R. (1990), « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », *American Economic Review*, vol. 80, 92–96,
- Lütkepohl H. et M. Krätzig (2004), *Applied time series econometrics*, Cambridge University Press, U.K.
- Mankiw N.G., D. Romer et D. Weil (1992), « A Contribution to the Empirics of Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, 107 (2), 407–438.
- McKinsey Global Institute (2013), *Financial Globalization: Retreat or Reset*, Global Capital Markets, March.
- Obstfeld M. (1998), « The Global Capital Market: Benefactor or Menace? », *Journal of Economic Perspectives*, 12 (Fall), 9–30.
- OCDE (2011), « Tirer le meilleur parti des flux de capitaux internationaux », *Perspectives économiques de l'OCDE*, Vol. 2011/1, Chapitre 6.
- Reinhart C. et V. Reinhart (2008), *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*, CEPR Discussion Papers 6996.

Schindler M. (2009), « Measuring Financial Integration : A New Data Set », *IMF Staff Papers*, Vol. 56, 222–238.

Stiglitz J. (2004), « Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20 (1), 57–71.

Unctad (2012), *Development and Globalization : Fact and Figures*, UNCTAD/WEB/GDS/DSI/2012/2, April.

Van Nieuwenhuyze Ch. (2013), « Debt, assets and imbalances in the euro area : An aggregate view », in Winkler B., A. van Riet and P. Bull (eds.), *A flow of funds perspective on the financial crisis*, Vol. II, Palgrave Macmillan.

Waysand C., K. Ross et J. de Guzman (2010), *European Financial Linkages : A New Look at Imbalances*, IMF Working Paper 09/295.