

VERS UN NOUVEAU RÔLE DES BANQUES EN ZONE EURO

Marcello Messori

LUISS School of European Political Economy

De la mi-2007 à la mi-2013, l'Union économique et monétaire européenne (UEM) a été affectée par des crises de l'économie financière et « réelle » qui ont eu un impact significatif sur l'évolution des banques européennes. Dans l'après-crise, ces dernières ne seront pas en mesure de reprendre leur ancien rôle dominant dans le financement de l'économie « réelle » et dans la gestion des portefeuilles financiers des ménages. La thèse de ce papier est que, en conséquence, les marchés financiers de la zone euro sont confrontés à deux problèmes majeurs : (i) la définition d'une nouvelle division du travail entre les banques et les intermédiaires financiers non bancaires ; (ii) la création de sources de financement alternatives pour les entreprises non financières. La solution de ces deux problèmes requiert, entre autres, de combler le possible écart qualitatif et quantitatif entre l'allocation souhaitée des détenteurs de fonds et l'offre de prêts à l'économie « réelle ». Dans le nouveau modèle financier, la construction de ce pont ne sera plus entièrement confiée aux banques. D'autres intermédiaires financiers devront apprendre à jouer un rôle important. Ce papier montre que les banques de l'UEM ont intérêt – à court terme et à long terme – à aider d'autres intermédiaires financiers à jouer ce rôle. À court terme, les banques seraient rémunérées pour leurs services et pourraient sélectionner leurs nouveaux modèles d'activités spécifiques, évitant ainsi un transfert de compétences dans ces activités ; à long terme, les banques pourraient éliminer un sous-ensemble de leurs anciennes activités, devenues non rentables, et tirer avantage de leurs nouvelles spécialisations. De l'autre côté, chaque intermédiaire non bancaire a tout intérêt à diminuer le temps de son apprentissage en achetant les services offerts par les banques. Les entreprises non financières y gagneraient ainsi deux fois : l'amélioration de la quantité et de la qualité des services financiers mis à leur disposition serait réalisée dans un délai plus court.

Mots clés : banques européennes, intermédiaires non bancaires, allocation de fonds, offre de prêts, services financiers.

De la mi-2007 à la mi-2013, l'Union économique et monétaire européenne (UEM) a été affectée par des crises de l'économie financière et « réelle ». Ces crises ont eu un impact significatif sur le fonctionnement des marchés financiers de l'UEM et sur l'évolution des intermédiaires financiers européens. En fait, elles ont entamé un processus mettant fin au rôle prédominant joué par le secteur bancaire dans les activités financières de la majorité des pays de l'UEM depuis plusieurs décennies.

La crise internationale (2007-2009) a affecté les secteurs bancaire et financier des États membres de l'Union européenne (UE) et de la zone euro, en particulier les plus grandes institutions financières, mais également un certain nombre de banques régionales des pays les plus forts (pays « centraux »). Ces intermédiaires financiers européens étaient directement impliqués dans les défaillances des marchés financiers internationaux en raison de leur forte exposition aux actifs risqués et illiquides provenant des *subprime* américains et alimentant la chaîne des produits dérivés (ABS, CDO, CDO², etc.) (Brunnermeier, 2009 ; Adrian et Shin 2010). En outre, ils ont été impliqués dans les déséquilibres macroéconomiques des pays les plus fragiles de l'UEM en raison de leur forte exposition aux obligations d'État et aux « bulles » spéculatives de ces États membres « périphériques ». Du début 2008 à la mi-2009, la crise financière internationale a entraîné une crise de l'économie « réelle » dans plusieurs systèmes économiques. Les pays de l'UEM ont réagi à ces deux crises en soutenant leurs secteurs bancaires et les travailleurs au chômage, en augmentant ainsi les dépenses publiques et, par conséquent, leurs ratios – respectivement – du déficit public sur le PIB et de la dette publique sur le PIB. Dans l'UEM, la crise internationale a également provoqué un « arrêt soudain » des flux de capitaux financiers des États membres centraux vers ceux de la « périphérie », tout en augmentant les risques de faillite de pays tels que la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne. Ces derniers pays ont alors procédé à des ajustements macroéconomiques radicaux à court terme (Chen *et al.*, 2013 ; Borio et Disyatat, 2015 ; Esposito et Messori, 2018). En 2010 ou 2011, ils sont ainsi entrés dans une nouvelle récession qui a renforcé les risques d'insolvabilité de leurs entreprises non financières et fragilisé les secteurs bancaires nationaux.

Ces événements expliquent pourquoi la crise de l'UEM, qui a suivi (du dernier trimestre 2011 à la mi-2013) et qui a été alimentée aussi

par les difficultés de l'Italie (à partir de mai 2011), a été marquée par un « cercle vicieux » entre crise de dette souveraine et crise du secteur bancaire européen. Les principaux groupes bancaires et diverses banques régionales des pays centraux de l'UEM, qui avaient bénéficié d'une aide importante de leur gouvernement national en 2009 pour surmonter l'impact de la crise financière internationale, devaient encore faire face à trois problèmes : (i) la liquidation de leurs stocks d'actifs risqués, hérités de 2007-2009, aussi bien que des obligations d'État des pays périphériques affectés par des risques croissants d'insolvabilité et par les pertes de valeur associées ; (ii) de nouvelles recapitalisations qui étaient nécessaires pour absorber les pertes dans leurs bilans, pour répondre aux nouvelles règles de la régulation internationale et pour développer de nouveaux actifs après la réduction des activités de prêts traditionnels et de produits financiers dérivés ; (iii) la mise en place de nouveaux modèles économiques à rentabilité satisfaisante. D'autre part, une partie importante des institutions financières des pays périphériques de l'UEM devait gérer trois problèmes analogues : a) la réduction du montant détenu des obligations de leur État, qui étaient affectées par des pertes de valeur, et la liquidation (titrisation) d'une partie de leurs prêts « non performants », qui étaient en train d'augmenter en raison de l'insolvabilité de leurs emprunteurs ; b) la mise en œuvre de processus importants de recapitalisation ; c) le démarrage de nouvelles activités (IMF, 2011 ; EBA, 2011 a).

Les points (i) – (iii) et (a) – (c) expliquent pourquoi les dernières années ont été marquées par une profonde instabilité aussi bien que par une évolution prometteuse des marchés financiers de l'UEM. Dans les sections 1 et 2 suivantes, je donne un aperçu des facteurs propres au marché et des facteurs réglementaires qui empêchent les banques de retrouver la position dominante qu'elles exerçaient dans les marchés financiers de la majorité des pays de l'UEM avant les crises internationales et européennes. Ces facteurs suggèrent que, dans la phase post-crise, les banques de l'UEM devront rechercher des complémentarités et être en concurrence avec de nouveaux intermédiaires non bancaires sur divers segments des marchés financiers européens (section 3). Ma conclusion est que ces nouvelles relations devraient permettre aux activités bancaires d'acquérir un rôle innovant important, mais uniquement si les banques de l'UEM sont en mesure de sélectionner de nouveaux modèles économiques efficaces (section 4).

1. La sortie des crises : l'impact de la nouvelle réglementation et de la surveillance

Aux États-Unis et dans l'Union européenne (UE), la crise financière de 2007-2009 et les programmes massifs d'aide publique mis en œuvre pour éviter l'effondrement du secteur bancaire et des marchés financiers ont conduit à d'importantes innovations en matière de réglementation financière. Dans l'UEM, au début 2010, ces innovations ont affecté l'organisation des échanges des actifs financiers, le contrôle des agences de notation et le système européen de supervision financière (avec la création, par exemple, de l'Autorité bancaire européenne (ABE)). Toutefois, les principales innovations dans ces domaines n'ont été introduites qu'à la mi-2012 avec le lancement du processus de l'Union bancaire et avec l'adoption progressive des règles européennes sur les fonds propres qui reposent sur les règles internationales de Bâle III.

Le processus de l'Union bancaire a débouché sur : une évaluation générale de la qualité et du risque des bilans des banques européennes à la fin de 2013 et à la mi-2014 ; le transfert de la responsabilité de la supervision bancaire à la Banque centrale européenne (BCE) dès le début de novembre 2014 ; l'approbation de nouvelles règles centralisées pour la résolution des grandes banques européennes (les banques dites « significatives ») quasiment en faillite à la fin de 2014 ; l'implication non seulement des actionnaires mais aussi des détenteurs d'obligations subordonnées dans la restructuration des banques au début de 2015 (le « partage des charges ») et l'implication connexe de tous les détenteurs d'obligations bancaires et de dépôts sans garantie à compter du début de 2016 (le « renflouement interne » ou *bail-in*) (EBA, 2011b ; Schoenmaker et Véron, 2016). Ces nouvelles règles des processus de résolutions bancaires ont renforcé le contenu de la communication de la Commission européenne (août 2013), qui limitait les nouvelles aides publiques aux banques nationales uniquement en cas de risques systémiques menaçant la stabilité des marchés financiers européens. En outre, l'adoption progressive de nouvelles règles internationales en matière de fonds propres impliquait que les banques européennes, déjà affectées par les résultats des premiers tests de résistance de l'ABE et par la décision connexe d'introduire des recapitalisations à l'automne 2011, devaient améliorer le montant et la qualité de leur ratio de fonds propres sur les actifs pondérés par le risque et limiter les ratios de levier.

Le secteur bancaire de l'UEM le plus touché par ces innovations en matière de réglementation et de supervision a été le secteur italien, soit le secteur bancaire du seul pays périphérique n'ayant pas bénéficié des programmes d'aide de l'UEM¹. Un certain nombre de banques italiennes ont été contraintes de se recapitaliser en 2015 afin de remédier à l'insuffisance de leurs fonds propres, constatée lors des tests de qualité et de résistance (*Asset Quality Review* et *Stress tests*) de l'ABE et de la BCE mi-2014. Ces recapitalisations se sont réalisées bien que la rentabilité du secteur bancaire italien était, à ce moment, inférieure au coût du capital sur le marché. D'autres banques italiennes ont suivi la même démarche en 2015 afin de répondre aux requêtes de la BCE dans son nouveau rôle de superviseur unique. En outre, en novembre 2015, quatre banques italiennes de petite et moyenne taille ont fait faillite ; et leurs actionnaires et détenteurs d'obligations subordonnées ont été soumis à un « partage des charges ». La fragilité d'une bonne partie des banques italiennes a été accentuée par la forte présence de prêts non performants dans leurs actifs, dont le poids a atteint un maximum entre la fin 2015 et le premier trimestre 2016. Pour faire face à cette situation, aggravée par l'écart important entre le prix de marché et la valeur comptable des prêts non performants italiens, les institutions européennes ont permis au gouvernement italien, début de 2016, d'offrir une garantie publique sur les tranches seniors des prêts non performants titrisés. Puis, en avril et août de la même année, le gouvernement italien a convaincu une grande partie du secteur bancaire national, ainsi que d'autres intermédiaires et institutions financières, de devenir actionnaires du fonds d'investissement Atlante, créé pour acheter les prêts non performants des banques italiennes en difficulté et/ou les nouvelles actions émises par celles-ci.

Ces initiatives visant à surmonter les fragilités du secteur bancaire italien, sans avoir recours aux aides publiques, ont été infructueuses. Trois des principaux groupes bancaires italiens (Monte dei Paschi di Sienne (MPS) et les deux plus importantes banques de la région nord-est) n'ont pas été en mesure de surmonter leurs difficultés en 2016.

1. Voir par exemple : Messori (2016). La Grèce a bénéficié de prêts bilatéraux offerts par les autres pays de l'UEM et le Fonds monétaire international (FMI) au printemps 2010. Depuis lors, elle a été plusieurs fois refinancée par les mécanismes européens *ad hoc* (le FESF temporaire et le MES permanent). L'Irlande et le Portugal ont bénéficié d'un programme d'aide européen basé sur le financement du FESF et du FMI en 2010-2011. Chypre a dû recourir à l'intervention du MES en 2013. Enfin, l'Espagne a utilisé un programme d'aide européen plus léger, lancé en juin 2012 et destiné à financer les secteurs bancaires nationaux en difficulté. Ce dernier programme impliqua un prêt direct de l'UEM au gouvernement espagnol.

Seules l'activation de clauses spécifiques et une interprétation généreuse des règles européennes ont permis à ces trois groupes bancaires d'éviter le processus de résolution et le « renflouement interne » en 2017. MPS a été (temporairement) sauvé grâce à une recapitalisation préventive (incluant « le partage des charges ») largement souscrite par le gouvernement italien. Quant aux deux groupes bancaires du nord-est, ils ont été soumis à la législation italienne : une structure de défaillance (*bad bank*), gérée par une entité gouvernementale, a pris en charge les « mauvais » actifs tandis qu'un ensemble de « bons » actifs et passifs a été transféré au plus grand groupe bancaire italien pour un prix symbolique de 1 euro.

Ces mesures n'ont pas résolu tous les problèmes des banques italiennes. Ces dernières continuent à détenir une quantité excessive d'obligations nationales d'État : après un pic de leur poids dans le total des actifs (2015) et une réduction significative jusqu'à la fin de 2017, de nouvelles augmentations ont été enregistrées au cours des derniers mois. De plus, il existe encore des banques locales ou de taille moyenne quasiment en faillite. Cependant, parallèlement à la recapitalisation massive et réussie d'Unicredit (l'un des deux majeurs groupes bancaires italiens) et à la titrisation accélérée d'une partie importante des prêts non performants, la remise en marche de MPS et la liquidation des deux groupes bancaires du nord-est ont permis au secteur bancaire italien de surmonter le pic de sa crise.

2. La sortie des crises : le précédent modèle bancaire ne peut être reproduit

J'ai analysé en détail quelques aspects de l'évolution récente du secteur bancaire italien, parce que ces aspects ont souvent caractérisé, même si dans une moindre mesure, d'autres banques de l'UEM. Au-delà des secteurs bancaires des pays ayant bénéficié de programmes d'aide européens, plusieurs banques dans différents États membres de la zone euro ont dû gérer une présence excessive de prêts non performants dans leurs bilans et réaliser des recapitalisations de marché même si leur profitabilité était inférieure au coût du capital (ECB – Banking Supervision, 2017). Certaines banques en difficulté dans les pays centraux de l'UEM ont été recapitalisées à l'aide de fonds publics, puisque ces recapitalisations complétaient des processus démarrés avant la mise en œuvre de la nouvelle réglementation européenne (en 2013 et 2014). Quelques banques des États membres périphériques de

l'UEM ont suivi le processus de résolution ou ont fait faillite sur la base d'un « partage des charges » et d'un « renflouement interne » (ou *bail-in*). Presque tous les secteurs bancaires de l'UEM détenaient et détiennent encore une quantité excessive d'obligations de leur État national ; et, même si elles sont en partie justifiées par les contraintes en terme de composition « actifs/passifs », ces détentions sont contraires aux principes de diversification (Enria *et al.*, 2016 ; Lenaričić *et al.*, 2016).

Ces problèmes communs font que le secteur bancaire européen ne sera pas en mesure de reprendre son ancien rôle. Avant les crises internationale et européenne, il y avait des différences importantes dans les activités bancaires des différents pays de l'UEM. Cependant, par rapport aux marchés financiers des États-Unis, où les intermédiaires financiers non bancaires sont des acteurs importants, les banques de l'UEM jouaient un rôle dominant dans le financement de l'économie « réelle » et dans la gestion des portefeuilles financiers des ménages, laissant peu de place aux intermédiaires financiers non bancaires (Allen et Gale, 2007). En général, le secteur bancaire de l'UEM jouissait d'une sorte de leadership oligopolistique auprès des entreprises non financières emprunteuses et des investisseurs de détail. Compte tenu de la liste des problèmes rencontrés par les secteurs bancaires de l'UEM après les crises, il est difficile de croire que les banques européennes peuvent continuer à conserver leur leadership oligopolistique sur ces deux côtés des marchés financiers.

L'activité traditionnelle d'une banque, axée sur les prêts au détail ou aux entreprises, est contrainte par les nouvelles règles sur fonds propres et par la faiblesse temporaire des marges d'intérêt. Contrairement à la période précédant les crises internationale et européenne, depuis 2009 il est trop coûteux d'offrir un montant excessif de prêts aux emprunteurs risqués car ces prêts peuvent générer une quantité ingérable de prêts non performants, qui – à leur tour – causent des pertes aux banques et rendent nécessaires des recapitalisations difficiles. Cela est d'autant plus vrai depuis la fin de 2014 : même une activité de crédit équilibrée n'est plus aussi rentable dans l'UEM en raison de l'impact de la politique monétaire non conventionnelle expansionniste sur la structure des taux d'intérêt. Les faibles niveaux de ces derniers réduisent les marges d'intérêt des banques. C'est une situation temporaire qui probablement disparaîtra dans quelques mois. Cependant, les faibles marges d'intérêt actuelles n'incitent pas les banques à beaucoup investir dans les technologies de l'information pour améliorer la

sélection des emprunteurs. La conséquence en est un cercle vicieux : la mauvaise allocation des prêts rend les règles de fonds propres plus contraignantes ; ce qui accroît les coûts et réduit davantage les incitations à offrir un montant adéquat et efficient de prêts fondé sur la bonne sélection des emprunteurs.

Comme cela a été montré aux États-Unis, les augmentations attendues de l'ensemble des taux d'intérêt permettront une plus grande rentabilité des prêts au détail et aux entreprises. Toutefois, cette activité bancaire deviendra plus sélective que par le passé, de sorte qu'un certain nombre d'entreprises non financières devront chercher des sources alternatives de financement. L'impact sera particulièrement important dans l'UEM, en raison de la petite taille moyenne des entreprises emprunteuses et des difficultés qui en résultent pour obtenir un accès direct aux marchés financiers.

La gestion d'actifs financiers et d'autres services financiers n'offre pas de perspectives prometteuses au futur modèle d'activité des banques de l'UEM. Après la crise internationale, les grandes institutions financières dont les activités de banque d'investissement étaient importantes ont dû absorber des pertes élevées pour liquider les actifs risqués de leur bilan. Contrairement aux banques américaines d'investissement, les principaux groupes bancaires européens n'ont toujours pas achevé ce processus. De plus, la réglementation a imposé de lourdes contraintes pour séparer les activités caractérisées par de potentiels conflits d'intérêt et pour limiter la palette de services financiers excessivement risqués offerts par les banques. En conséquence, une autre mesure (datée de 2008) de la réglementation américaine, à savoir la transformation forcée des banques d'investissement en banques commerciales avec des branches d'investissement, s'est révélée très pratique pour le secteur bancaire aux États-Unis. Compte tenu de la réglementation actuelle et du fonctionnement actuel des marchés financiers, il semble difficile d'avoir une banque d'investissement pure qui soit rentable. Dans l'UEM, cette affirmation est corroborée par la mauvaise performance du seul groupe bancaire européen principalement axé sur les activités d'investissement, la Deutsche Bank².

2. Ce commentaire ne veut pas affirmer que les problèmes de Deutsche Bank ne sont dus qu'à son activité d'investissement. Récemment, la gestion de la plus importante banque allemande a été caractérisée par une longue séquence d'erreurs et de mauvaises pratiques. En tout état de cause, la banque d'investissement a joué un rôle crucial.

Dans un avenir proche, les banques de l'UEM auront également des difficultés à conserver leur position dominante dans la gestion des portefeuilles financiers des ménages. Le nouveau règlement a transformé les obligations bancaires en actifs financiers présentant un risque très élevé, car la possibilité de « partage des charges » et, surtout, de « renflouement interne » a ajouté un risque spécifique de contrepartie aux risques de liquidité et de marché. De plus, pour mettre en œuvre le « renflouement interne », cette même réglementation tend à imposer une limite à la part des obligations garanties dans le total des obligations et autres passifs émis par chaque banque « significative ». Enfin, la tentative actuelle du secteur bancaire de l'UEM de renforcer davantage sa position dominante dans les activités de fonds communs de placement et de gestion de patrimoine sera limitée par l'impact d'une nouvelle réglementation : MIFID2. Cette réglementation transformera les services standardisés offerts par les fonds communs de placement et par la gestion de patrimoine sur le marché de masse en « marchandises » financières à faible marge d'intermédiation. Les banques seront particulièrement touchées par cette « marchandisation » : leur compétitivité sur le terrain repose sur des économies d'échelle et d'envergure dans les circuits de distribution, ce qui nécessite des marchés importants.

3. Vers un nouveau fonctionnement des marchés financiers dans la zone euro

La description précédente souligne que les marchés financiers de l'UEM traversent une phase d'évolution caractérisée par deux problèmes majeurs : (i) la définition d'une nouvelle division du travail entre les banques et les intermédiaires financiers non bancaires ; (ii) la création de sources de financement alternatives pour les entreprises non financières présentant un taux de dépendance très élevé vis-à-vis des prêts bancaires. Il est évident que ces deux problèmes sont étroitement liés : la solution au problème (i) est la condition pour résoudre le problème (ii) ; et alors que (ii) est résolu, il impose des contraintes spécifiques à la gestion de (i). Il est également évident que la situation de départ pour résoudre les problèmes (i) et (ii) n'est pas la même pour tous les pays de l'UEM. Par exemple, les marchés financiers français disposent déjà d'un ensemble d'intermédiaires non bancaires plus riches que les marchés allemands ou italiens. Les entreprises non financières françaises ont donc un effet de levier bancaire inférieur à celui

des entreprises allemandes ou italiennes. En outre, aux Pays-Bas et au Luxembourg, ainsi que dans certains pays plus importants, les investisseurs institutionnels jouent ou pourraient jouer un rôle important dans le nouveau fonctionnement des marchés financiers. En revanche, ce type d'investisseurs est plus faible dans des pays tels que l'Italie et l'Espagne (Darvas et Schoenmaker, 2017).

Malgré ces différences internes importantes, il reste vrai que les marchés financiers de l'UEM étaient et sont toujours dominés par les banques, comparativement à la situation des États-Unis ou du Royaume-Uni. Les institutions européennes ont pris conscience de cette dominance et de son impact négatif sur le potentiel de croissance de la zone euro dans la période post-crise (Gorodnichenko *et al.*, 2018). Par conséquent, ils ont lancé l'Union des marchés de capitaux (UMC) à la fin de 2014 et ont commencé à la mettre en œuvre au début de 2015. L'UMC est une tentative réglementaire visant à renforcer le rôle des intermédiaires financiers non bancaires existants, à développer de nouveaux intermédiaires financiers et à permettre aux entreprises non financières de taille moyenne et innovantes d'avoir un accès plus facile et moins coûteux aux marchés des obligations d'entreprises et aux marchés boursiers dans un marché financier européen plus intégré (ECB, 2015).

Il est impossible de répertorier ici toutes les initiatives prises dans le cadre réglementaire de l'UMC. Il convient seulement de souligner que le rôle des fournisseurs de services financiers a été renforcé par le développement du « passeport européen », que les procédures d'émission d'actifs financiers sur les marchés réglementés ont été simplifiées, que les sources de financement innovantes (capital risque et financement participatif) ont été facilitées, que les investissements transnationaux ont vu leurs règles simplifiées, que la construction de marchés pour une titrisation efficace et responsable a été encouragée et que des investissements dans les infrastructures et dans des projets durables de long terme ont été mis en place. Les efforts mobilisés par le biais de l'UMC et ses réalisations connexes permettront dorénavant de créer de nouveaux segments de marchés financiers dans la zone euro. Ces nouveaux segments ne suffiront pas à régler directement les problèmes (i) et (ii), spécifiés au début de cette section. Cependant, ils fourniront l'opportunité et les outils pour trouver des solutions efficaces.

L'UEM est caractérisée par une énorme richesse financière concentrée sur les ménages. Comme le montre la persistance de l'écart

(négatif) entre l'investissement agrégé et l'épargne agrégée dans la zone euro depuis le déclenchement des crises européennes, la répartition de cette richesse financière ne correspond pas aux besoins de financement des activités « réelles ».

Dans le précédent modèle financier centré sur les secteurs bancaires nationaux, ces derniers exerçaient leur leadership oligopolistique sur la gestion des portefeuilles financiers des ménages et des prêts aux entreprises non financières afin de combler le possible écart qualitatif et quantitatif entre l'allocation souhaitée des détenteurs de fonds et l'offre de prêts à l'économie « réelle ». Dans le nouveau modèle financier, la construction de ce pont est toujours nécessaire, mais il ne sera plus entièrement confié aux banques. Recourir à plusieurs intermédiaires financiers différents sera possible. Certains d'entre eux devraient aider les entreprises, qui sont prêtes à entrer directement sur les marchés obligataires et boursiers, à émettre des actifs financiers pouvant répondre aux préférences des détenteurs de richesse dont l'aversion pour le risque est la plus faible. D'autres pourraient jouer le rôle d'acheteurs de ces mêmes émissions sur le marché, puis transférer les actifs correspondants aux investisseurs institutionnels ou aux ménages. Certains intermédiaires pourraient acheter directement les actifs financiers, émis par des entreprises trop petites ou mal structurées pour pénétrer directement les marchés réglementés, et transformer ces actifs en instruments moins risqués à destination des marchés institutionnels ou de détail. D'autres types d'intermédiaires pourraient se spécialiser dans le financement d'entreprises spécifiques, telles que les start-ups et les petites entreprises innovantes.

Il serait possible de continuer à énumérer les différents types d'intermédiaires non bancaires et les différents instruments financiers qui pourraient combler l'écart entre l'allocation souhaitée des détenteurs de richesse et les besoins de financement de l'économie « réelle ». Les exemples susmentionnés suffisent cependant à souligner que ces intermédiaires et ces instruments ont tendance à remplacer les banques et les prêts bancaires en mettant en œuvre une segmentation plus efficace des différents groupes de détenteurs de fonds, ainsi que des différents groupes d'entreprises dans différentes sections de marchés financiers.

Cette observation entraîne – au moins – deux conséquences. Il est tout d'abord évident que le nouveau fonctionnement des marchés financiers de l'UEM inclura certains types de ménages et d'entreprises qui continueront à trouver plus efficace d'utiliser l'intermédiation bancaire pour – respectivement – allouer leur richesse financière et

obtenir le financement souhaité. Cela s'applique généralement aux détenteurs de richesse dont l'aversion pour le risque est la plus forte et à un grand nombre de petites et moyennes entreprises. Par conséquent, la nouvelle organisation de marchés financiers plus intégrés dans la zone euro laisse un rôle important au secteur bancaire, même si cela amoindrit le leadership oligopolistique de ce secteur. Les banques continueront à jouer un rôle complémentaire par rapport aux autres intermédiaires financiers. Deuxièmement, il est tout aussi évident que la transition des marchés financiers de l'ancien modèle, centré sur la domination des secteurs bancaires, vers le nouveau modèle, centré sur la coexistence et la complémentarité entre différents intermédiaires financiers, ne se fera pas en un jour mais résultera d'une évolution complexe.

4. Conclusion : le nouveau rôle possible de la banque

Les remarques faites ci-dessus soulignent le rôle crucial que pourrait jouer le secteur bancaire au cours de cette évolution complexe.

En raison de leur dominance oligopolistique antérieure sur les marchés financiers européens, les banques de l'UEM ont accumulé d'importants avantages en matière d'information et de compétences sur leurs économies « réelles » nationales par rapport aux autres intermédiaires financiers (Stiglitz et Weiss, 1984). De plus, en raison du rôle marginal qu'ils ont joué jusqu'à présent, ces autres intermédiaires financiers ne disposent pas des technologies spécifiques requises pour « rattraper » le secteur bancaire et compenser leur manque d'information et de compétences. Pour combler ce retard sans la coopération des banques, ils devraient faire des investissements coûteux et y consacrer beaucoup de temps. Enfin, les banques de l'UEM ont établi des relations à long terme avec leurs clients des deux côtés du marché. Ainsi, pour concurrencer les banques dans la fourniture de services financiers spécifiques, les autres intermédiaires financiers devraient convaincre les clients des banques d'abandonner leurs habitudes et d'opter pour un nouveau fournisseur inconnu ; et grâce à leur position consolidée, les banques pourraient réagir en pratiquant des prix prédateurs.

Dans les circonstances habituelles, ces éléments ne sont pas suffisants pour rompre la transition entre l'ancienne et la nouvelle organisation du marché. En fait, ils ressemblent aux difficultés rencontrées par un nouvel arrivant lorsqu'il commence à concurrencer un opérateur déjà installé sur un marché oligopolistique. Mais il existe un ensemble de conditions qui permettent l'ouverture de ce marché

grâce à la pression concurrentielle du nouvel arrivant. En principe, ces conditions s'appliquent également aux modèles des marchés financiers de l'UEM. Cependant, dans ce dernier cas, il existe des particularités qui augmentent la probabilité d'une transition réussie. Ces particularités permettent à l'opérateur historique de renoncer à une guerre de tranchées de longue durée. Comme nous l'avons souligné dans les sections 1 et 2, la nouvelle réglementation et le nouveau fonctionnement des marchés financiers qui en découlent, font que revenir à l'ancien modèle bancaire de l'UEM ne conviendrait pas aux banques elles-mêmes. Il s'agit donc d'un cas où la coopération entraînerait une amélioration des conditions pour tous les acteurs du marché, c'est-à-dire une situation « Pareto améliorante ».

Ma conclusion peut être résumée en trois points. Premièrement, les banques de l'UEM ont un intérêt – à court terme et à long terme – à offrir des services à d'autres intermédiaires financiers afin de transférer une grande partie de leurs informations et compétences, facilitant ainsi la transition vers un nouveau modèle de marchés financiers européens. À court terme, les banques seraient rémunérées pour leurs services et pourraient sélectionner leurs nouveaux modèles d'activités spécifiques, évitant ainsi un transfert de compétences dans ces activités ; à long terme, les banques pourraient éliminer un sous-ensemble de leurs anciennes activités, devenues non rentables, et tirer avantage de leurs nouvelles spécialisations. Deuxièmement, chacun des autres intermédiaires financiers a tout intérêt à acheter certains des services offerts par les banques : les coûts de ces services seraient inférieurs à ceux des investissements nécessaires pour « rattraper » les banques et entrer en concurrence avec elles dans la fourniture d'un service financier spécifique. De plus, ces mêmes intermédiaires feraient l'économie du temps nécessaire pour accumuler les connaissances et minimiseraient le risque de se diriger dans la mauvaise direction. Troisièmement, les entreprises non financières y gagneraient deux fois : l'amélioration de la quantité et de la qualité des services financiers mis à leur disposition serait réalisée dans un délai plus court.

L'UMC devrait insister sur cette situation « Pareto améliorante » pour éviter des comportements microéconomiques basés sur le *free-riding*, qui pourraient menacer la coopération. Une évolution rapide et linéaire des marchés financiers de l'UEM vers un nouveau modèle fondé sur la coexistence et une concurrence loyale entre plusieurs intermédiaires financiers augmenterait le potentiel de croissance et le développement effectif de la zone euro.

Références

- Adrian T. et H. S. Shin, 2010, « Liquidity and leverage », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, pp. 418-37.
- Allen F. et D. Gale, 2007, *Understanding financial crises*, Oxford: Oxford University Press.
- Borio C. et P. Disyatat, 2015, « Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously », *BIS Working Papers*, n° 525.
- Brunnermeier M. K., 2009, « Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, pp. 77-100.
- Chen R., Milesi-Ferretti G.M. et T. Tressel, 2013, « External imbalances in the Eurozone », *Economic Policy*, vol. 28, n° 73, pp. 102-142.
- Darvas Z. et D. Schoenmaker, 2017, « Institutional investors and home bias in Europe's Capital Market Union », *Bruegel Working Paper*, 02.
- European Banking Authority, 2011a, *Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence*, London.
- , 2011b, *2011 EU-wide stress test. Aggregate report*, London.
- European Central Bank, 2015, *Building a Capital Markets Union—Eurosysteem contribution to the European Commission's Green Paper*, Bruxelles.
- , 2017, *Guidance to banks on non-performing loans*, Francfort.
- Enria A., Farkas A et L. J. Overby, 2016, « Sovereign risk: Black swans and white elephants », *European Economy*, vol. 1, pp. 51-71.
- Eposito P. et M. Messori, 2018, *Competitive or recession gains? On the recent macroeconomic rebalances in the EMU*, mimeo.
- Gorodnichenko Y., Revoltella D., Svejnar J. et C. T. Weiss, 2018, « Resource misallocation in European firms: The role of constraints, firm characteristics and managerial decisions », *NBER Working Papers*, n° 24444.
- International Monetary Fund – IMF, 2011, *Global financial stability report*, avril, Washington.
- Lenarčič A., Mevis A. et D. Siklós, 2016, « Tackling sovereign risk in European banks », *ESM Discussion Paper Series*, n° 1, mars.
- Messori M., 2016, « Italy », in Schoenmaker D. et N. Véron (eds).
- Schoenmaker D. et N. Véron (eds), 2016, « European Banking Supervision: The first eighteen months », *Bruegel Blueprint Series*, n° 25, Bruxelles.
- Stiglitz J. E. et Weiss A., 1984, « Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit », *NBER Working Paper*, n° 2710.