

La fragmentation financière en zone euro

Vendredi 28 novembre 2014

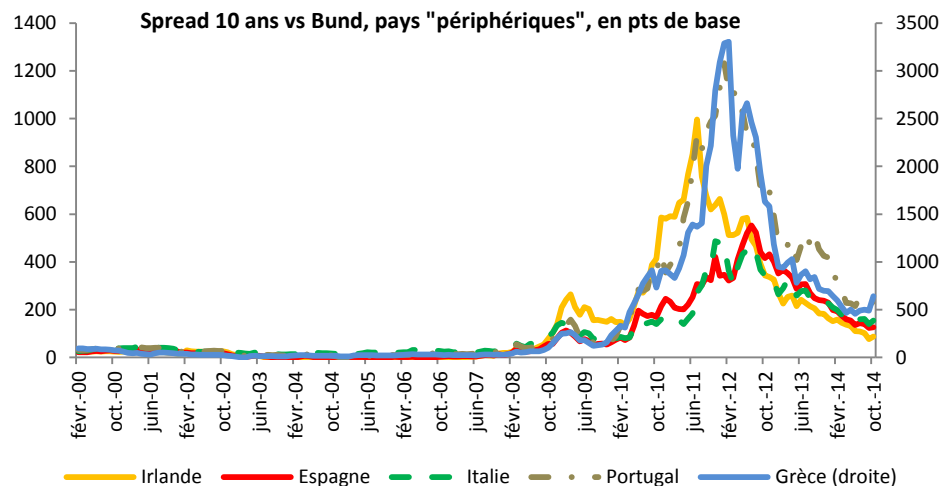
La question de la « fragmentation financière » fait l'objet d'une attention croissante dans le débat public. Comment peut-on la définir ? Comment s'est-elle manifestée au cours des années récentes ? Quels outils mettre en œuvre pour la réduire ? Telles sont les questions abordées dans le présent flash éco.

1. Qu'est-ce que la fragmentation financière ?

Selon une étude récente de la Banque nationale de Belgique (BNB)¹, « 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) » : dans le premier cas, un marché est intégré si « tous les intervenants (...) présentant les mêmes caractéristiques pertinentes : sont confrontés aux mêmes règles lorsqu'ils décident de recourir à un ensemble donné d'instruments, ont un accès égal à ces instruments, sont traités sur un pied d'égalité lorsqu'ils opèrent sur le marché ». Dans le second, ce sont les indicateurs de volume (flux d'actifs) et de prix (rendements) qui sont observés. Quelle que soit l'approche retenue, **l'intégration financière a nettement progressé au niveau mondial** au cours des dernières décennies (libéralisation des mouvements de capitaux, dérèglementation et innovation financières). En Europe, elle a avancé avec l'Acte unique (libre circulation des capitaux) puis la création de l'euro (élimination du risque de change). Formellement, la zone euro est aujourd'hui un marché financier aussi intégré que les Etats-Unis ou le Japon. Pourtant, la récente crise financière a fait apparaître des replis dans les flux de capitaux et des écarts significatifs dans les conditions de financement entre les Etats partageant la monnaie unique : à rebours de l'intégration, **la fragmentation financière peut donc avant tout se définir par opposition au processus suivi jusque-là** (voire le retour à une situation antérieure). Plus précisément, la fragmentation peut être soupçonnée lorsque, par exemple, « les différences entre les taux d'intérêt de deux instruments financiers sont imputables exclusivement au pays d'origine des émetteurs ». Toutefois, ceci n'est pas toujours aisé à établir et le diagnostic repose largement sur un **jugement normatif** (l'intégration financière est-elle synonyme d'absence totale d'écarts ? Lorsque ces derniers existent, quelle part est-elle justifiée par les sous-jacents économiques ? quelle part ne l'est pas ?)².

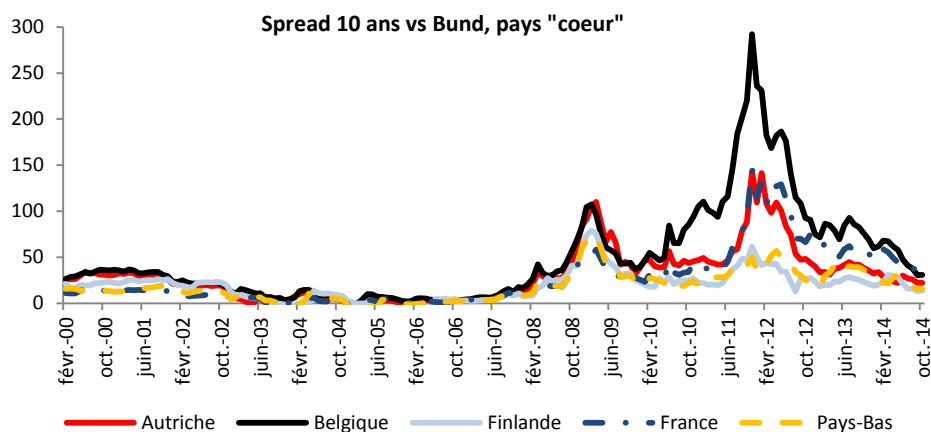
2. De la sous-estimation des risques aux tensions : la fragmentation financière à l'œuvre

Les questions qui précèdent sont cruciales : en effet, la période allant du lancement de la monnaie unique à 2008 a vu une **compression remarquable du « spread »** (écart de taux d'intérêt sur les dettes souveraines à 10 ans) entre les différents Etats européens et l'Allemagne, point de référence historique.



¹ « Intégration et fragmentation financières dans la zone euro », de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, BNB, Juin 2014.

² « How to overcome fragmentation in the European financial market », A. Dombret, Speech at the 23rd EBA, 2013.



Source : Afep à partir de Banque de France.

Concrètement, ceci veut dire que l'Etat grec empruntait sur les marchés à seulement quelques dizaines de points de base de plus que son homologue allemand en dépit de positions économiques et budgétaires très différentes. L'homogénéisation des taux d'inflation³ et l'élimination du risque de change ont permis cette situation que l'étude de la BNB qualifie de « **convergence excessive** ». Un article de la BCE⁴ parle lui de **sous-estimation** (« *underpricing* ») **du risque** qui a pu être renforcée par l'environnement prudentiel et comptable évolutif concernant les banques et les investisseurs institutionnels (achats massifs d'obligations souveraines par les fonds de pension et les compagnies d'assurance). Avec le déclenchement de la crise financière, on a assisté à un **retournement brutal** touchant principalement les pays du « Sud » et, dans une moindre mesure, ceux du « Nord » (hausse des spreads pour des pays notés AAA). Tandis que, parmi les premiers, certains étaient contraints de se retirer des marchés, d'autres - dont l'Allemagne et la France - bénéficiaient de conditions de plus en plus avantageuses (« *flight to quality* ») allant même jusqu'à des situations inédites et peu rationnelles (**taux d'intérêt négatifs** sur certains segments, i.e. l'emprunteur est « payé pour émettre des titres »).

3. « SMP », « OMT » : les outils utilisés

Face à une situation de **tensions extrêmes**, marquée par un risque majeur de « redénomination de la monnaie » dans certains pays (sortie de l'euro, puis conversion des actifs dans une monnaie nationale dévaluée), les politiques budgétaires ont été nettement resserrées et la politique monétaire largement assouplie. Il faut rappeler que l'évolution des taux d'emprunt souverains a un **impact décisif sur l'économie réelle** - ménages, entreprises - via les canaux des prix (l'obligation à 10 ans sert souvent de référence), de la liquidité (hausse du coût de financement des banques si les titres de dette publique sont moins valorisés) et du bilan (pertes de valorisation). La BCE a ainsi lancé en 2010 le programme pour les marchés de titres (**SMP**) consistant en un rachat d'obligations privées et publiques sur le marché secondaire avant de proposer, en août 2012, le principe d'opérations monétaires sur titres (**OMT**) sous certaines conditions. Contrairement au SMP, qui a conduit à un rachat de 211Md€ de titres de créances publics grecs, irlandais, portugais, italiens et espagnols, améliorant la liquidité et la profondeur sur ces marchés, les OMT n'ont, pour l'heure, pas reçu d'application concrète : malgré cela, la communication de la BCE à leur propos a eu des **effets positifs et rapides** sur les spreads. En effet, ces derniers ont fortement reflué depuis 2012, même s'ils restent supérieurs à leur niveau d'avant-crise.

Après la Grande récession, la crise des dettes souveraines en Europe a lourdement pesé sur la croissance et nécessité des mesures d'urgence inédites. Si la fragmentation financière née à cette époque demeure présente à un niveau d'intensité heureusement plus limité, il semble entendu que la compression des spreads d'avant-crise était artificielle et donc peu crédible sur la durée. Au-delà des initiatives prévues au niveau européen (union bancaire), la réduction de la fragmentation financière dépendra également de l'évolution de la conjoncture et des réformes dans chacun des Etats membres.

³ Il est utile de rappeler ici le critère de convergence concernant les taux d'intérêt à long terme entre Etats membres, qui ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois Etats membres présentant la plus grande stabilité des prix.

⁴ « *The determinants of euro area sovereign bond yield spreads during the crisis* », Bulletin mensuel de la BCE, mai 2014.