

Chapitre 3

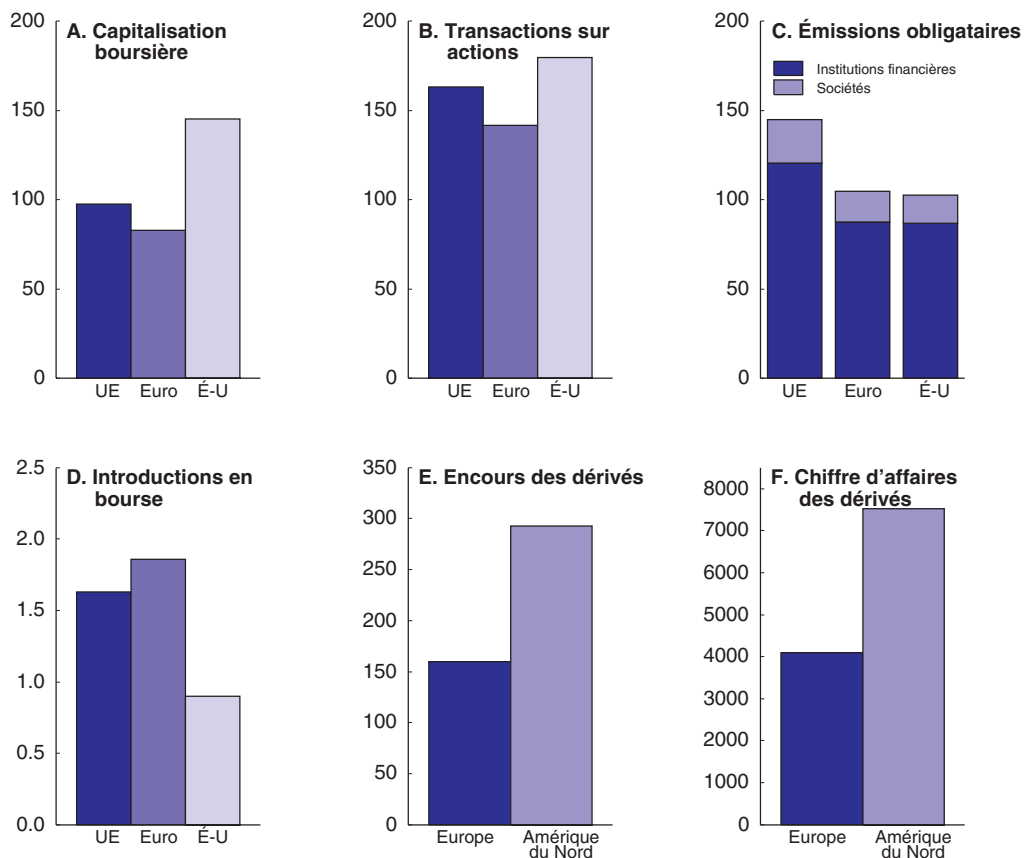
Mettre en place des marchés de capitaux concurrentiels

On s'attachera dans ce chapitre aux chantiers inachevés dans le secteur des marchés de capitaux. Il s'agit principalement d'intégrer plus étroitement les activités de banque de détail, d'étoffer les marchés de la finance d'entreprise et de renforcer la surveillance financière. On verra quel rôle peuvent jouer le Plan d'action pour les services financiers, la réforme des marchés hypothécaires, l'Espace unique de paiements en euros, la directive concernant les marchés d'instruments financiers, les OPCVM et le contrôle bancaire.

Les marchés de capitaux d'Europe se transforment très rapidement. La renaissance depuis 1996, lors de l'entrée en vigueur de la directive concernant les services d'investissement, est impressionnante. Les émissions obligataires ont plus que doublé; la capitalisation boursière a triplé; les transactions sur actions et la valeur des dérivés ont sextuplé (Casey et Lannoo, 2006). Dans certains domaines, l'Europe a dépassé les États-Unis (graphique 3.1). C'est ainsi que la valeur des introductions en bourse a été supérieure en 2005 à celle observée aux États-Unis, que le marché des swaps de taux d'intérêt en euros occupe maintenant la première place dans le monde et que, depuis 2004,

Graphique 3.1. Indicateurs du marché financier¹

En pourcentage du PIB², 2006



1. UE22 (Portugal, République slovaque et République tchèque non compris) pour les parties A, B, D et UE15 pour la partie C; zone euro-10 (à l'exclusion de la Finlande et du Portugal) pour les parties A, B, D.

2. En pourcentage de la capitalisation boursière pour les transactions sur actions.

Source : World Federation of Exchanges, Focus, janvier 2007; BRI, Rapport trimestriel, décembre 2006; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2006.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/085284673780>

l'euro a pris la place du dollar des États-Unis comme principale monnaie de libellé des émissions obligataires internationales. L'introduction de l'euro a manifestement eu un large impact, mais d'autres réformes réglementaires ont aussi joué un rôle, notamment le vaste Plan d'action pour les services financiers qui a été lancé en 1999.

Tout en se développant, les marchés se sont intégrés plus étroitement. Les progrès sur ce plan sont toutefois variables d'un segment à l'autre¹. En général, les marchés de gros ou de gré à gré sont presque entièrement intégrés dans la zone euro et le sont très étroitement dans l'ensemble de l'UE. Pour les opérations de détail, les marchés sont plus fragmentés, essentiellement parce que les optiques nationales sont différentes pour la protection des investisseurs et des consommateurs (encadré 3.1).

Une intégration financière plus étroite aurait deux effets bénéfiques : la zone euro fonctionnerait plus harmonieusement et le système financier serait plus solide et plus concurrentiel. Les consommateurs paieraient moins cher et les institutions financières de l'UE seraient plus compétitives sur les marchés mondiaux. Les gains pourraient être importants ; les gains statiques dépasseraient à eux seuls 1 % du PIB et pourraient abaisser le coût du capital de 50 points de base, tandis que l'effet dynamique sur le taux de croissance du secteur manufacturier pourrait atteindre 1 % par an². Ces gains ont commencé à se concrétiser grâce à l'intégration plus poussée des marchés et à la mise en œuvre du Plan d'action pour les services financiers.

Pour la politique concernant les marchés de capitaux, les principaux enjeux sont de trois ordres. Premièrement, stimuler la concurrence dans la banque de détail en éliminant les obstacles à la prestation transfrontalière de services. Deuxièmement, améliorer les marchés de la finance d'entreprise, notamment en développant des marchés de valeurs mobilières plus intégrés ; à plus long terme, faire en sorte que le système morcelé de surveillance financière puisse faire face à une crise financière transfrontalière.

Le Plan d'action pour les services financiers est un programme législatif vaste et ambitieux dont le but est d'intégrer davantage les marchés de capitaux. Énonçant plus d'une quarantaine de mesures, il a abouti à l'adoption de 26 directives et règlements entre 1999 et 2007 (voir OCDE, 2002). Son champ est très large. Pour les marchés de gros, il s'agit de faciliter la levée de capitaux à l'échelle de l'UE grâce à des règles communes pour le contenu des prospectus d'émission et pour les obligations d'information des sociétés cotées. Pour les opérations de détail, les mesures concernent l'information et la commercialisation, la définition d'une politique dans le domaine du commerce électronique, diverses réformes dans le secteur des assurances et la mise en place d'un système de paiement unique. On citera également l'harmonisation des règles prudentielles et des normes de surveillance ainsi que les mesures qui ont pour but de neutraliser les divers obstacles fiscaux aux opérations transfrontalières d'épargne et investissement.

Le Plan est maintenant mis en œuvre dans sa majeure partie, bien que certaines échéances n'aient pas été respectées. On s'attache désormais surtout aux modalités d'application, en s'efforçant de gommer les aspérités et de mener à bien les principaux chantiers qui restent inachevés. Avec autant de réalisations dans un délai si bref, il a fallu se montrer moins ambitieux pour certains objectifs afin d'obtenir l'accord politique nécessaire. À cet égard, on citera surtout l'absence de progrès pour la transférabilité des retraites complémentaires, le prospectus d'émission simplifié, qui n'a guère de valeur pratique, et la directive sur les offres publiques d'achat (OPA), qui a été considérablement

Encadré 3.1. Intégration des marchés de capitaux

Le marché monétaire à court terme de l'euro pour les opérations de prêt en blanc est pour l'essentiel un marché unique depuis l'introduction de l'euro. L'écart de taux d'intérêt entre les pays (plus exactement, l'écart type des taux croisés) pour les prêts interbancaires est actuellement égal à un point de base. L'amélioration des infrastructures du système de paiement a joué à cet égard un grand rôle, en particulier la création du système de règlement brut en temps réel (TARGET). Le marché des swaps de taux d'intérêt au jour le jour est lui aussi parfaitement intégré, grâce à une définition normalisée des produits.

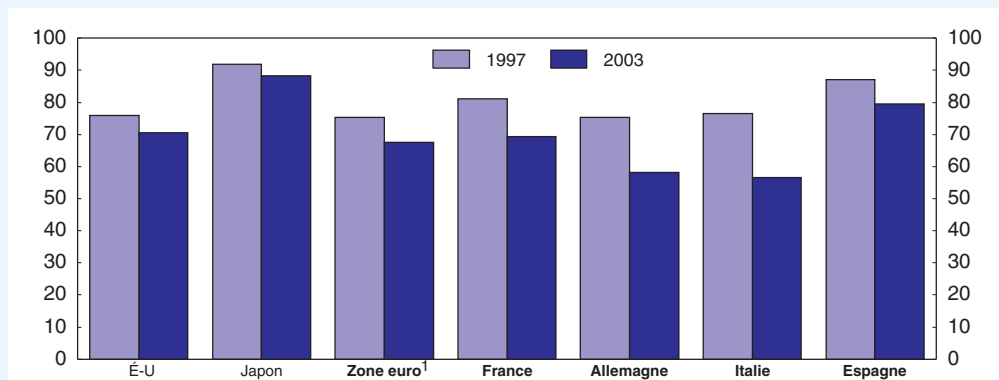
Le marché monétaire pour les opérations avec garantie est assez étroitement intégré. Les écarts de taux sur les pensions à 1 mois et à 12 mois utilisées par la BCE pour la conduite de la politique monétaire sont de 1 à 2 points de base. Mais l'intégration des infrastructures de compensation et de règlement pour les valeurs mobilières est incomplète et certains problèmes subsistent pour les garanties transfrontalières.

Les marchés d'obligations publiques sont presque aussi intégrés que les marchés monétaires. Les écarts de rendement reflètent aujourd'hui essentiellement le risque de crédit, plus que les aspects qui ont trait aux volumes ou à la microstructure des marchés. Sur les marchés obligataires, les bêtas, qui indiquent la relation existant entre les taux obligataires d'un pays et les taux allemands, sont proches de 1, ce qui veut dire que les taux varient presque exactement de la même manière. La concurrence entre les émetteurs a conduit à une harmonisation des règles des marchés secondaires, avec plus d'informations et des produits plus diversifiés pour les investisseurs. L'amélioration des infrastructures des marchés secondaires a également joué un rôle.

Les rendements des obligations de sociétés sont presque totalement déterminés par les caractéristiques de l'émetteur en termes d'activité et de risque de crédit, les facteurs liés au pays étant mineurs (Baele et al., 2004). Les commissions pour les émissions d'obligations de sociétés ont fortement baissé depuis 1999; actuellement à 0.6 %, elles sont similaires à celles observées aux États-Unis. Le marché des obligations de sociétés libellées en euros s'est sensiblement développé, mais il ne représente qu'un tiers du marché américain des obligations de sociétés (par rapport au PIB). Toutefois, la plupart des entreprises font encore appel à leur marché national pour l'essentiel de leurs financements.


Les marchés de titrisation hors bilan restent sous-développés. Les nouvelles émissions de titres adossés à des actifs et à des créances hypothécaires ont atteint en 2004 environ 240 milliards EUR dans la zone euro, soit un cinquième du marché des États-Unis. Il n'y a pas de marché européen intégré de la titrisation, chaque pays ayant ses propres instruments. Les titres obligataires bancaires assortis de garanties comme les *Pfandbriefe* allemandes prédominent par rapport aux véritables produits titrisés (la différence étant que la véritable titrisation élimine le risque de crédit et le risque de trésorerie dans les comptes de l'émetteur). Cela tient en partie au passé, du fait d'obstacles fiscaux et réglementaires à une véritable cession du risque de crédit via la titrisation. La directive sur les normes de fonds propres renforce l'harmonisation réglementaire dans ce secteur.

Les marchés d'actions sont maintenant plus intégrés, tout en restant plus fragmentés que les marchés des valeurs à revenu fixe. Le biais national s'est atténué, mais il a été remplacé dans une large mesure par un biais en faveur de la zone euro (graphique 3.2 et Lane, 2005). La capitalisation boursière a fortement augmenté, tout en restant très inférieure à celle des États-Unis (graphique 3.1, partie A). En ce qui concerne les infrastructures, les bourses connaissent actuellement un mouvement de regroupement sous l'effet des forces du marché en prévision des prochaines réformes de la réglementation (voir ci-après).

Encadré 3.1. **Intégration des marchés de capitaux (suite)**Graphique 3.2. **Biais national sur le marché boursier**

1. Le biais national de la zone euro est calculé comme si la zone euro était une entité unique.

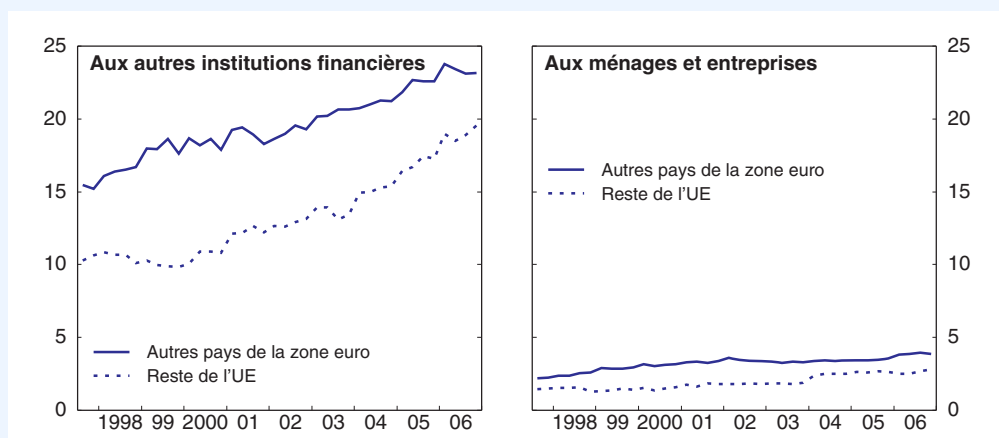
Source : O. Issing (2006), « Globalisation, EMU and the euro », discours pour la 34^e conférence économique *Globalisation: Opportunities and Challenges for the World, Europe and Austria*, Vienne, 22 mai.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/085311442801>

La banque de gros et les activités se rattachant au marché financier se sont plus étroitement intégrées ces dernières années. Par exemple, parmi les prêts entre institutions financières de la zone euro, 23 % sont des prêts transfrontaliers, contre 15 % en 1997 (graphique 3.3).

Graphique 3.3. **Opérations de prêt transfrontalières des institutions financières de la zone euro**

En pourcentage du total des prêts



Source : BCE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/085317312381>

Encadré 3.1. Intégration des marchés de capitaux (suite)

Le maillon faible est la *banque de détail*. Elle est généralement segmentée dans une optique nationale, surtout pour la petite clientèle. Les prêts transfrontaliers dans la banque de détail sont négligeables (graphique 3.3). Bien qu'il soit difficile de comparer les produits d'un pays à l'autre, il semble que les taux d'intérêt sur les produits similaires soient loin d'avoir convergé. L'écart type entre les pays pour les taux d'intérêt des prêts à la consommation fluctue entre 80 et 100 points de base depuis quelques années, et le chiffre correspondant pour les prêts hypothécaires varie entre 40 et 60 points de base. Malgré certaines différences de méthode, la dispersion des taux des prêts hypothécaires entre les régions des États-Unis paraît plus faible qu'entre les pays de la zone euro (BCE, 2005). La plupart des banques ne sont pas très présentes au-delà des frontières et il n'y a pas de véritable banque de détail paneuropéenne, mais on constate aussi que peu de banques américaines couvrent tout le territoire du pays¹. Le secteur bancaire a connu des opérations agressives de regroupement², mais qui correspondent pour la plupart à des fusions nationales. Malgré tout, on voit se manifester des signes d'intégration européenne plus étroite. Le nombre des fusions-acquisitions financières transfrontalières dans l'UE a triplé entre 1999 et 2004; elles ont surtout concerné les banques des nouveaux États membres (CE, 2005a). Les opérations transfrontalières sont toutefois moins nombreuses que les regroupements nationaux, leur dimension est généralement plus faible et elles sont plus fréquentes dans le secteur de la banque de gros. Les fusions transfrontalières qui ont eu lieu dans la banque de détail ont été le fait de banques plutôt à la recherche d'un second marché intérieur que d'une véritable présence paneuropéenne.

Les *infrastructures de compensation et de règlement* sont morcelées, les établissements nationaux (souvent des monopoles) se montrant incapables de s'entendre sur les mesures à prendre. En 2001, un groupe d'experts désigné par la Commission a recensé 15 obstacles aux opérations transfrontalières sur valeurs mobilières, qui tiennent aux pratiques de marché différentes, aux prescriptions techniques ainsi qu'aux législations et procédures nationales, notamment dans le domaine fiscal. Les opérations transfrontalières de compensation et de règlement se font dans un environnement fragmenté, impliquant plusieurs intermédiaires, ce qui augmente les coûts et fait courir aux participants des risques de crédit. Les coûts de compensation et de règlement peuvent être jusqu'à 8 fois supérieurs à ceux constatés aux États-Unis (CE, 2006).

1. Sur les 538 banques américaines qui avaient des succursales dans plus d'un État en 2003, 14 seulement avaient des succursales dans plus de 10 États. À la même époque, environ 40 groupes européens exerçaient leurs activités dans 5 à 6 États membres et 5 groupes étaient présents dans au moins 10 pays (FMI, 2005a).
2. Entre 1997 et 2003, le nombre des établissements de crédit dans l'UE15 a diminué de 22 % et le nombre de succursales bancaires de 8 %.

édulcorée. Une partie du vaste programme que la Commission a défini pour ces prochaines années dans le secteur des services financiers (voir l'annexe 3.A1) vise à faire en sorte que les législations nationales se traduisent par un cadre réglementaire logique et cohérent pour les marchés de capitaux.

La banque de détail reste essentiellement nationale

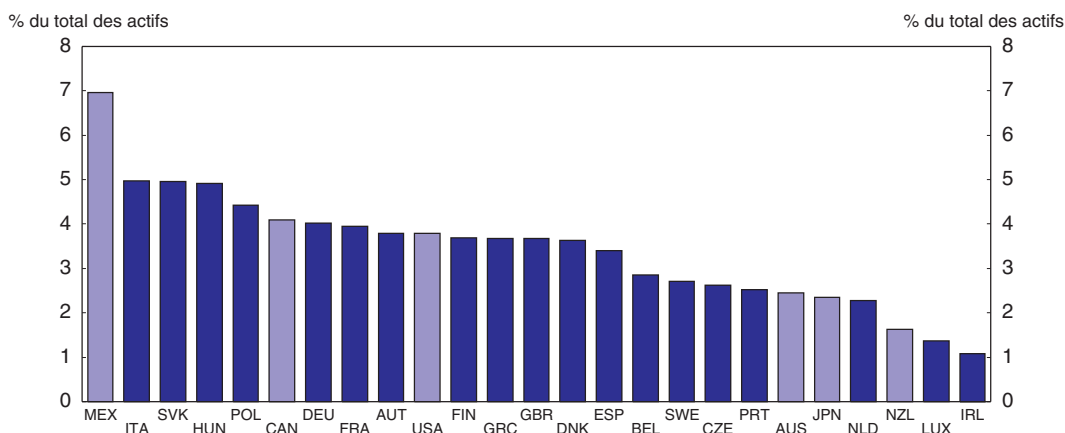
La deuxième directive bancaire, qui a pris effet en 1993, avait pour but d'intégrer le marché bancaire de l'UE. La principale mesure était la mise en place d'un « passeport unique », une banque agréée dans un pays de l'UE pouvant ouvrir des succursales dans un autre État membre tout en étant réglementée et supervisée par son pays d'origine. En

revanche, les filiales sont supervisées par le pays d'accueil dans tous les pays où elles sont établies. Plus de dix ans après l'instauration du passeport unique, et sauf dans certains des nouveaux États membres, les opérations bancaires transfrontalières n'atteignent qu'un faible niveau et elles sont réalisées en général *via* une filiale et pas une succursale (BCE, 2006)³. On relève de nombreux obstacles aux activités bancaires transfrontalières et les opérations de détail ont fait l'objet d'une enquête de la Commission (CE, 2006) qui a relevé divers problèmes, notamment la vente liée de produits et des obstacles à la mobilité de la clientèle. Les fusions transfrontalières d'institutions financières sont parfois difficiles, car certaines autorités nationales ont essayé de bloquer des rachats pour des motifs ouvertement nationaux, tout en invoquant les impératifs du contrôle prudentiel⁴, mais les règles ont été récemment durcies afin de limiter la marge d'action des autorités de surveillance. Comme dans d'autres secteurs, il existe dans quelques pays des garanties de l'État et un contrôle de l'actionariat, notamment au moyen d'actions spécifiques et de plafonds de participation étrangère⁵, bien que la Cour de justice ait limité leur utilisation. Les obstacles tiennent également à la double imposition des flux de revenus entre entreprises associées et au régime fiscal des restructurations transfrontalières⁶. La prestation transfrontalière de services financiers peut aussi soulever des difficultés. Le principal problème est le manque d'harmonisation de la protection des consommateurs (voir la section suivante consacrée aux marchés hypothécaires). Parmi les autres obstacles, on citera l'accès aux bases de données sur la solvabilité de la clientèle, un système de paiements transfrontaliers qui fonctionne mal et les frais que les clients doivent supporter lorsqu'ils changent de banque⁷.

L'intégration incomplète dans le secteur bancaire a plusieurs conséquences. Les banques qui sont les plus petites et dont la vocation internationale est la moins marquée apparaissent plus protégées dans l'UE qu'aux États-Unis⁸. Cela est de nature à alourdir les coûts, réduire la qualité et étouffer l'innovation (graphique 3.4). Les études passées en revue dans un document de l'OCDE non publié (OCDE, 2006) montrent que la rente tirée de la réglementation pourrait augmenter de 30 à 100 points de base le taux moyen de prêt. Il peut en résulter des différences dans la réaction des économies à la politique monétaire, ce qui complique la gestion de la zone à monnaie unique. En outre, la stabilité financière

Graphique 3.4. Frais généraux des banques

Moyenne 1996-2003



Source : OCDE (2006), *Réformes économiques : Objectif croissance*, graphique 5.3.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/085378462707>

pourrait en souffrir, même si la situation sur ce point n'est pas entièrement claire. Plusieurs raisons théoriques parfaitement fondées amènent à considérer qu'une plus vive concurrence pourrait accroître la prise de risque et nuire à la stabilité financière⁹, mais selon de Serres et al. (2006), aucun élément ne prouve une telle évolution dans les pays de l'OCDE ces dernières décennies.

Les marchés hypothécaires sont orientés vers l'intérieur

La fragmentation de la banque de détail a pour conséquence que les marchés hypothécaires dans l'immobilier résidentiel sont eux aussi essentiellement nationaux. Les prêts directs aux consommateurs d'un autre État membre représentent moins de 1 % du crédit hypothécaire, et ils concernent presque uniquement des résidences secondaires ou des biens situés à la frontière (Forum Group on Mortgage Credit, 2004). Le faible volume des prêts transfrontaliers est le fait de banques étrangères qui acquièrent ou établissent un réseau local de succursales. La concurrence insuffisante se traduit par une forte dispersion des taux de crédit hypothécaire¹⁰ et des frais d'acquisition de biens résidentiels, outre une plus faible transmission des taux directeurs aux taux de crédit hypothécaire (de Bondt, 2002).

En plus des obstacles généraux à l'entrée dans la banque de détail (voir ci-dessus), de profondes disparités réglementaires entravent la prestation de services dans un autre pays (CE, 2005b). Les principales différences sont les suivantes :

- Les *règles de protection des consommateurs*, notamment le délai de rétractation ou les dispositions concernant les informations précontractuelles considérées comme une offre ferme.
- Les *normes d'information des consommateurs*, en particulier pour ce qui est du taux annuel (les principaux établissements de crédit hypothécaire ont signé un code de conduite volontaire pour une information plus cohérente des consommateurs, mais l'application de ce code ne s'est pas révélée satisfaisante).
- Le *régime de remboursement anticipé*, qui résulte de la loi dans certains États membres, alors que dans d'autres, il est négocié entre les parties (des pénalités maximales étant imposées dans certains pays).
- Des *règles d'évaluation du bien immobilier différentes*, qui font que le contrôle prudentiel peut s'exercer avec deux réglementations différentes.
- La *vente forcée*, la durée normale d'une procédure de vente forcée pouvant varier de quelques mois dans un pays à sept ans dans un autre.

Les différences de régime peuvent alourdir les coûts de financement parce qu'elles entravent l'utilisation d'autres mécanismes comme la titrisation des créances hypothécaires et les obligations foncières, surtout au niveau paneuropéen. Dans certains cas, il est difficile de mettre en commun des crédits hypothécaires à cause des obstacles réglementaires. La Commission a rendu public en 2005 un document pour examen qui concerne, entre autres, ces questions et elle formulera une série de propositions en septembre 2007. Elle examinera si une intervention est nécessaire et, dans l'affirmative, quel serait le dosage optimal entre l'harmonisation, la reconnaissance mutuelle et d'autres solutions. Puisque les règles de protection des consommateurs sont jugées très précieuses dans certains pays, la solution pour aller de l'avant pourrait être d'harmoniser les règles les plus importantes et de procéder par reconnaissance mutuelle pour les autres. Une Eurohypothèque normalisée et transférable pourrait être également utile. En tout cas, il

sera essentiel, du point de vue de l'innovation et du bien-être des consommateurs, que toute nouvelle réglementation soit suffisamment souple pour ne pas entraver le changement et qu'elle ne limite pas l'éventail des produits pouvant être offerts.

On est assez loin d'un espace unique de paiement

Les virements de fonds d'un pays à l'autre restent bien plus difficiles qu'au niveau national (même si, en vertu de la réglementation actuelle, les frais de virement en euros dans l'UE sont les mêmes que pour une opération nationale). Le débit direct n'existe pas au niveau paneuropéen, les virements transfrontaliers peuvent être lents et le système de paiement par carte reste morcelé entre les solutions nationales et les solutions internationales. Les deux principaux problèmes sont d'ordre juridique et infrastructurel. Les législations nationales sont divergentes sur des questions telles que l'agrément, la responsabilité pour faute dans l'exécution des paiements, la révocabilité et les règles de remboursement. Pour remédier aux problèmes juridiques, la Commission a soumis en 2005 un projet de directive sur les services de paiement, dont l'objectif primordial est d'accroître la concurrence en améliorant l'accès aux marchés. Dans certains pays, par exemple, seules les banques peuvent fournir des services de paiement, ce qui bloque effectivement la concurrence et l'innovation de la part de prestataires tels que les hypermarchés et les opérateurs de téléphonie mobile. Un autre objectif est d'harmoniser les règles concernant le délai maximal d'exécution, la responsabilité et les conditions de remboursement et de révocabilité. Ce projet de directive a été approuvé par le Conseil et le Parlement au début de cette année, et les États membres doivent assurer sa transposition en droit national d'ici à novembre 2009.

En ce qui concerne le problème des infrastructures, la Commission et la Banque centrale européenne ont privilégié une approche axée sur le marché et ont laissé le soin aux professionnels de trouver une solution. Ceux-ci sont chargés de mettre au point des normes techniques, des manuels de règles et une infrastructure de paiement pour la réalisation de l'Espace unique de paiements en euros (SEPA). L'objectif ultime du projet SEPA est de créer une zone de paiements harmonisée et efficace, sans aucune séparation entre les paiements transfrontaliers et les paiements intérieurs. Dans un premier temps, les banques se sont montrées réticentes, certains professionnels faisant valoir que le volume des opérations purement transfrontalières était si faible qu'il serait trop coûteux de mettre en place une infrastructure automatisée interopérable, mais cela cache le fait qu'un grand nombre d'opérateurs en place auraient beaucoup à perdre si la concurrence jouait. De plus, tandis que de réels progrès ont été accomplis dans certains domaines, le groupe de travail de la profession doit encore aller de l'avant sur certains aspects fondamentaux comme l'application d'un identifiant commun de compte. Toutefois, les règlements de base pour le transfert de crédits et les débits directs ont été adoptés en décembre 2006, et les progrès se poursuivent. Pour les cartes de paiement, au lieu d'un manuel de règles, les professionnels ont établi un document cadre moins détaillé. Ces travaux sont complétés par l'élaboration de normes techniques communes. Le projet SEPA exigera un suivi vigilant si l'on veut qu'une masse critique d'instruments de paiement nationaux aient migré vers la nouvelle plate-forme avant la fin de 2010. Certains pensent que des mesures réglementaires additionnelles sont encore nécessaires – une menace que la Commission agite périodiquement pour pousser les professionnels à agir. La Commission voudra également peut-être revoir la façon dont les cartes de paiement s'inséreront dans le SEPA, car le cadre actuel, de l'avis de certains spécialistes – dont la BCE et la Commission elle-même – est de nature à accroître les coûts pour les consommateurs¹¹.

On pourrait développer les marchés de la finance d'entreprise

Les marchés de capitaux de l'Europe (ou, au moins, de l'Europe continentale) sont souvent considérés comme davantage régis par les banques que par le marché. Ce n'est pas tout à fait vrai. Si l'on raisonne par habitant, les États-Unis ont à peu près le même nombre d'employés de banque et presque deux fois plus d'établissements bancaires (tableau 3.1). Mais les stratégies d'entreprise des banques sont généralement différentes en Europe et aux États-Unis (FMI, 2005a). Aux États-Unis, la stratégie la plus courante est d'essayer de céder des actifs par titrisation, en ne gardant au bilan que les risques pour lesquels il y a avantage comparatif. Habituellement, on cède les actifs les plus risqués, pour lesquels des informations spécialisées ou la connaissance du terrain sont nécessaires pour remédier aux problèmes que posent l'asymétrie d'information et l'aléa moral. Mais on ne sait pas très bien jusqu'à quel point le risque est effectivement transféré hors bilan et les autorités de contrôle d'un grand nombre de pays sont préoccupées par le manque d'informations concernant le titulaire final du risque. Dans l'UE, le volume des bilans des banques est plus important qu'aux États-Unis, mais leurs actifs paraissent moins risqués, du moins dans la mesure où les risques sont mesurables (FMI, 2005a). Une conséquence possible est que, les banques se montrant probablement plus conservatrices que les marchés financiers, elles alimenteront probablement davantage en capitaux les entreprises avec lesquelles elles ont des relations anciennes que les nouvelles entreprises à risque.

Tableau 3.1. **Indicateurs bancaires**

Par million d'habitants, 2003

	UE15	États-Unis
Nombre de banques	19	32
Nombre de succursales	487	274
Nombre de salariés	7 264	7 023
Actifs bancaires (% du PIB)	241	82

Source : FMI (2005), « Banks and Markets in Europe and the United States », chapitre VI de *Euro Area Article IV: Selected Issues*.

Les obstacles aux transactions entre marchés de valeurs mobilières sont en voie d'élimination

Les infrastructures pour la négociation des valeurs mobilières, notamment les bourses, les chambres de compensation et les dépositaires centraux de titres, sont morcelées et essentiellement nationales (mises à part quelques exceptions), ce qui alourdit les coûts et freine la concurrence. Les choses changent actuellement, sous l'effet des forces du marché et des mesures qui ont été prises, notamment la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID), qui prendra effet en novembre 2007. La principale disposition de cette directive est la création d'un passeport UE, grâce auquel les entreprises de valeurs mobilières pourront proposer leurs services dans tout État membre. Les intermédiaires, notamment les entreprises d'investissement et les banques, auront accès aux systèmes de règlement des autres États membres dans des conditions non discriminatoires. Ils pourront choisir le lieu de règlement de la transaction, mais pas celui de la compensation, de sorte qu'ils n'auront pas à être membres de plusieurs systèmes et pourront donc tirer pleinement avantage des possibilités de compensation à moindre coût. La directive se traduira également par une révolution mineure pour certains des marchés de gré à gré les plus feutrés, en introduisant de nouvelles règles concernant la

transparence (par exemple, divulgation des prix)¹², les pratiques des opérateurs (par exemple, exécution optimale des ordres) et le gouvernement d'entreprise (notamment pour les mesures à prendre en cas de conflit d'intérêt, mais sans aller aussi loin qu'imposer un cloisonnement total entre les activités de recherche et de négociation). La directive MiFID crée en outre un régime harmonisé de protection des investisseurs, qui fait une distinction entre la petite et la grosse clientèle. Son impact se fera donc sentir sur les marchés de détail des valeurs mobilières. Les récents regroupements dans le secteur boursier montrent sans doute que les marchés se préparent à la nouvelle ère qui s'ouvrira avec la directive sur les marchés d'instruments financiers. À plus long terme, cette directive devrait intensifier la concurrence entre plates-formes de négociation. Les banques d'affaires ont déjà commencé à concurrencer les marchés boursiers pour les services de données et de rapports. En ce qui concerne l'infrastructure de post-négociation, l'Eurosystème évalue actuellement les possibilités de fournir des services de règlement pour les transactions sur titres en monnaie centrale aux dépositaires centraux, ce qui aboutirait au traitement des règlements en titres et en espèces sur une plate-forme unique au moyen de procédures communes, dans le cadre de l'initiative TARGET2-Titres (T2S).

En 2006, les principaux acteurs du secteur (Bourses, chambres de compensation et systèmes de règlement) ont signé un code de conduite pour la compensation et le règlement. L'objectif est d'améliorer la transparence des prix et des services, l'accès et l'interopérabilité, et aussi de favoriser la séparation des différents services. Toutes les mesures devraient être en place d'ici janvier 2008. La Commission incite la profession à appliquer le code de conduite à d'autres produits, et tout d'abord aux obligations et aux dérivés.

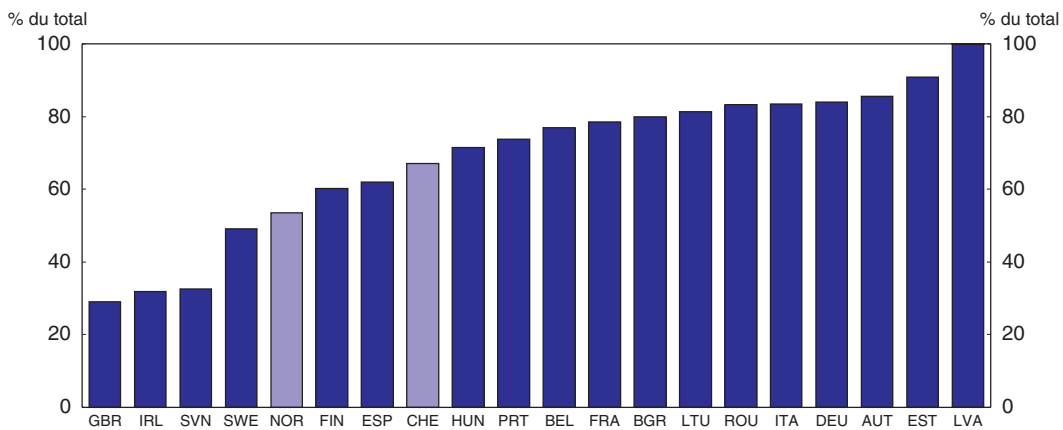
La situation pourrait avoir empiré avec la directive sur les OPA

L'intervention des gouvernements dans des affaires de fusion très médiatisées a fait craindre des tentatives de protéger les entreprises nationales. Comme on l'a vu au chapitre 1, il est difficile de savoir si cela menace gravement l'intégration des marchés de capitaux en Europe ou s'il s'agit uniquement de postures politiques. Mais, ce climat politique a contribué une nouvelle fois à l'échec de la mise en œuvre d'un véritable code pour les OPA. La Commission s'efforce depuis 1989 de créer des conditions égales pour les entreprises en Europe afin de protéger les actionnaires minoritaires et d'harmoniser les règles en matière d'OPA. Le Parlement européen a rejeté une proposition en 2001 en invoquant la protection insuffisante des travailleurs des entreprises faisant l'objet d'une OPA, et la plus grande vulnérabilité des entreprises aux OPA étrangères du fait qu'elles ne pourraient pas se défendre sans autorisation de leurs actionnaires.


Un compromis extrêmement laborieux a pu finalement se dégager en 2003. Bien que la proposition de directive n'ait comporté que quelques mesures mineures dans les domaines de la transparence et de la consultation, la directive finale, comme l'a déploré le Commissaire chargé du marché interne, a été vidée de son contenu initial¹³. En fait, la situation a peut-être même empiré en raison de la façon dont deux dispositions majeures – optionnelles parce que les gouvernements n'ont pu se mettre d'accord – sont mises en œuvre. La première disposition est une règle de neutralité, qui a pour but d'empêcher le conseil d'administration de préserver ses propres intérêts aux dépens des autres actionnaires. Ainsi, il y a obligation de faire approuver par les actionnaires, en cas d'OPA, toute défense que le conseil d'administration souhaite mettre en place après lancement d'une offre, par exemple l'émission de nouvelles actions ou de warrants (« pilule empoisonnée »). Cette disposition est susceptible d'être appliquée par 18 États membres¹⁴.

La deuxième disposition optionnelle est destinée à faire tomber les défenses préexistantes. Durant l'OPA, la règle « une action, une voix » s'applique par suspension de l'application des mécanismes de défense comme les droits de vote multiples, les droits de désignation et les restrictions à la cession de titres. Cette solution a été judicieusement rejetée¹⁵. Dès lors, la Commission considère que la directive a peut être renforcé les moyens de défense des sociétés, contrairement à ce qui était voulu (CE, 2007). Mais, en définitive, la réglementation révisée des OPA ne peut donner que des résultats limités, car l'un des principaux obstacles aux OPA en Europe est la concentration de l'actionnariat (graphique 3.5)¹⁶.

Graphique 3.5. **Sociétés cotées avec une minorité de blocage d'au moins 25 %**



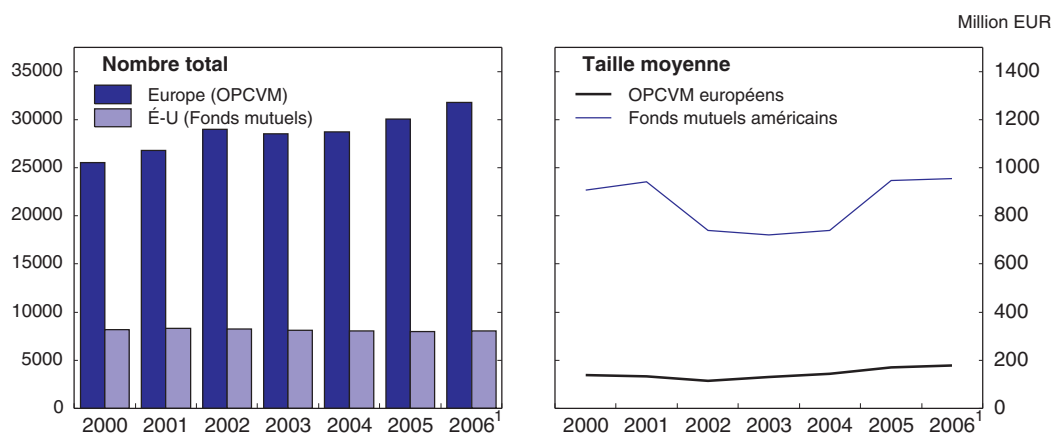
Source : Goergen, M., M. Martynova et L. Renneboog (2005), « Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, n° 2.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/085420454146>

La réglementation des organismes de placement freine le financement des entreprises

La directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) visait à créer un marché unique des OPCVM sous réserve d'un ensemble de protections de l'investisseur. L'élément fondamental de cette directive est le principe de reconnaissance mutuelle, les parts d'OPCVM pouvant être vendues à tout investisseur de l'UE lorsque cette vente a été autorisée dans l'État d'origine (avec obligation de notification). Cette directive ne fonctionne pas aussi bien qu'elle le devrait : en 2003, 16 % seulement des parts d'OPCVM ont fait l'objet d'une offre transfrontalière (encore qu'une majorité des nouvelles ventes portent désormais sur des fonds transfrontaliers)¹⁷. En novembre 2006, un document d'orientation de la Commission a souligné une série de problèmes et conclu que « certains éléments essentiels de la directive ne fonctionnaient pas efficacement » (tout en considérant qu'une révision fondamentale n'était pas nécessaire à ce stade). Ce Livre blanc a mis en lumière plusieurs points : *premièrement*, les procédures de commercialisation transfrontalière sont parfois lourdes et lentes. Les sociétés doivent déposer une abondante documentation dans chaque pays où le placement a lieu, puis attendre deux mois pour obtenir l'approbation de cette documentation. En pratique, les règles de notification ne sont pas interprétées de façon uniforme et le délai de deux mois n'est pas toujours respecté. Il vaudrait mieux instaurer une règle de reconnaissance mutuelle intégrale et se dispenser de l'actuelle obligation de notification, laquelle n'est guère utile. *Deuxièmement*, il y a trop de fonds sous-dimensionnés, problème accentué par le fait que la directive ne comporte aucun mécanisme de fusion ou de

Graphique 3.6. Les fonds d'investissement européens sont modestes



1. T2 2006.

Source : EFAMA (2006), *Supplementary Tables for Q4 2004 and Q2 2006* (www.efama.org).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/085424087567>

regroupement (graphique 3.6). Les fusions de fonds sont malaisées en raison des obstacles réglementaires d'un État membre à l'autre et des régimes fiscaux différents (la fusion constitue une opération imposable dans certains pays, mais pas dans d'autres). Des règles de base applicables à l'échelle de l'UE paraissent nécessaires. Troisièmement, la structure organisationnelle n'est pas suffisamment souple, car le passeport de la société de gestion ne fonctionne pas correctement. Quatrièmement, la directive, qui date de 1985, n'a pas suivi l'évolution du secteur du placement collectif. Elle repose sur des règles prescriptives, notamment en énumérant les types d'actifs dans lesquels les OPCVM peuvent investir. Le passeport OPCVM ne couvre pas, par exemple, les placements immobiliers. Avec un dispositif fondé sur un ensemble de grands principes, le cadre réglementaire pourrait plus facilement répondre aux impératifs de l'innovation financière. La Commission devrait envisager de remplacer les règles concernant la nature des investissements par un système transparent d'évaluation des risques, qui donnerait aux investisseurs plus de latitude et plus d'information pour la gestion de leur portefeuille. Cinquièmement, selon les propres termes de la Commission, le prospectus simplifié « n'a manifestement pas été un succès, en déclenchant une vaste inflation dans la longueur des documents, de faible valeur pour les investisseurs, mais qui a imposé des dépenses considérables au secteur des fonds ». Il faut totalement revoir la réglementation applicable dans ce domaine.

Le dispositif de surveillance financière est-il à la hauteur ?

On peut se demander si un système comportant 51 autorités de surveillance peut correctement faire face à une crise financière (FMI, 2005b). S'il est vrai que toutes les autorités de surveillance connaissent bien leur propre marché, aucune autorité ne surveille l'ensemble des marchés. Le système financier mondial devenant plus interconnecté, plus complexe et moins transparent, la détection de nouveaux problèmes est de plus en plus malaisée. Les nouveaux produits sans antécédents étant surabondants sur le marché, il est plus difficile d'évaluer les risques et de soumettre à des tests de tension certains établissements. Tandis que l'innovation financière a induit une distribution plus fragmentée des risques, il peut s'avérer difficile pour les autorités de surveillance de déterminer avec précision qui supporte en définitive les risques.

Dans le secteur des services financiers, le « processus Lamfalussy » prévoit une convergence accrue des pratiques réglementaires et prudentielles. Au sein des comités Lamfalussy, les autorités nationales de surveillance s'emploient de concert à faciliter l'application du droit européen au niveau des États membres. La coopération transfrontières se développe également, et les comités s'efforcent désormais d'élaborer une culture et des pratiques de surveillance communes tout en développant la délégation des tâches de contrôle, les examens par les pairs, les mécanismes de médiation et les programmes communs de formation et de détachement d'agents. Au demeurant, les règles de Bâle II exigent une harmonisation accrue dans ce domaine.

S'agissant de la gestion des crises, les autorités de surveillance s'efforcent aussi de favoriser la coopération grâce à un réseau d'accords bilatéraux et multilatéraux¹⁸. Toutefois, en dépit d'une coopération plus étroite entre les autorités de tutelle nationales, chaque autorité exécute son mandat national, et le risque d'une coopération informelle est que les autorités nationales concernées ne tiennent pas suffisamment compte des effets induits d'une défaillance et de la façon dont elle est résolue¹⁹. Le dispositif actuel de gestion d'une crise transfrontalière est en cours d'examen. Des décisions doivent être prises : faut-il renforcer les mécanismes de coopération, mettre en place des régulateurs chefs de file au niveau régional et/ou s'orienter vers une surveillance plus centralisée?

Encadré 3.2. **Recommandations concernant les marchés de capitaux**

- Faire avancer le programme actuel de réforme, mais éviter une surréglementation.
- Une reconnaissance mutuelle ou une harmonisation totales sont nécessaires pour les services du secteur de la banque de détail, en particulier pour le crédit hypothécaire.
- Suivre avec vigilance les progrès dans la mise en place d'un Espace unique de paiements en euros (SEPA). Une intervention réglementaire pourrait être nécessaire si les progrès ne sont pas assez rapides.
- Veiller au bon fonctionnement du principe de la reconnaissance mutuelle (passeport européen) dans le secteur des fonds d'investissement en réduisant autant que possible les prescriptions déclaratives (ou en les supprimant totalement). Envisager d'adopter une approche fondée sur les risques pour les OPCVM en supprimant les règles concernant les types d'actifs autorisés. Créer un cadre permettant la fusion transfrontalière d'OPCVM.
- Revoir le dispositif de surveillance des marchés de capitaux en s'efforçant de répartir clairement les attributions en cas de gestion de crise.

Notes

1. Voir l'*Étude économique de l'OCDE de la zone euro* de 2000 pour un examen de l'intégration des marchés de capitaux à cette date. Deux fois par an, la BCE publie sur son site web une série d'indicateurs de l'intégration des marchés de capitaux dans la zone euro (voir www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html#info).
2. Voir London Economics (2002) en ce qui concerne les gains statiques (on notera que les marchés de capitaux sont plus intégrés qu'au moment de cette étude, de sorte que certains des gains ont probablement déjà été obtenus); voir Giannetti et al. (2002) pour une estimation des gains dynamiques.
3. Les nouveaux États membres constituent la principale exception. Ils ont en général ouvert leur système bancaire aux établissements étrangers, faute d'expertise locale suffisante. Le système bancaire est presque entièrement à capitaux étrangers en Estonie, en République tchèque, en Slovaquie et en Lituanie, et en majorité à capitaux étrangers en Hongrie. Les capitaux étrangers représentent moins de 50 % dans trois pays seulement (Walkner et Raes, 2005).

4. On citera l'exemple, au Portugal, d'une tentative de blocage d'une OPA lancée en 1999 par une banque espagnole (l'opération a finalement eu lieu). La directive bancaire de 2000 était destinée à régler ces problèmes en mettant fin au traitement discriminatoire pour l'établissement et pour la prestation de services. Une affaire italienne a également soulevé certains problèmes en 2005.
5. Le Portugal, par exemple, a imposé un plafond de participation étrangère de 25 % pour les entreprises déjà privatisées, dont plusieurs banques. La Cour européenne de justice a jugé cette décision illégale en 2002, mais le gouvernement portugais n'a pas mis fin à cette restriction.
6. Voir la section 4.2.2 de Walkner et Raes (2005) pour des exemples de problèmes juridiques et fiscaux.
7. Sur un plan strictement statistique, la probabilité est plus grande en cas de mariage de divorcer que de changer de banque. Certains pays ont mis au point des solutions novatrices aux problèmes que pose le changement de banque. Par exemple, avec le système néerlandais dit « *overstapservice* », les paiements sur l'ancien compte sont automatiquement transférés au nouveau compte pendant 13 mois après le changement et le transfert des prélèvements est traité automatiquement par les banques et les commerçants.
8. Voir FMI (2005a) et la bibliographie qui y est citée.
9. Par exemple, voir Hellmann *et al.* (2000) et Keeley (1990).
10. L'écart type des taux de crédit hypothécaire entre les pays de la zone euro (sur la base de données harmonisées de taux d'intérêt) a été de l'ordre de 50 points de base entre 2003 et 2005, et ce sont les systèmes bancaires les moins compétitifs qui ont pratiqué en général les taux de crédit hypothécaire les plus élevés (Affinito et Farabullini, 2006).
11. À l'heure actuelle, presque tous les pays de l'UE ont un système national de cartes de paiement. Les opérations qui ont lieu dans le pays du titulaire de la carte sont généralement peu coûteuses aussi bien pour ce dernier que pour les commerçants. En cas d'opérations dans d'autres pays, la carte est habituellement couplée au réseau Visa ou MasterCard. Un rapport d'étape de la direction générale de la concurrence de la Commission européenne, publié en 2006, évoquait les problèmes de concurrence insuffisante liés au duopole Visa/MasterCard. On peut craindre que les frais augmentent si, avec le SEPA, les cartes nationales jouent un moindre rôle au profit de ces deux sociétés.
12. Certains observateurs redoutent que la Commission aille trop loin dans la divulgation des prix en diminuant l'incitation à la recherche des prix et, peut-être même, en déstabilisant le marché par la mise à jour des stratégies de négociation.
13. Voir www.euractiv.com, 28 novembre 2003.
14. Dix-huit États membres ont opté pour la règle de neutralité, un seul État membre n'ayant pas déjà cette règle dans sa législation nationale. Les États membres qui n'ont pas retenu cette option sont deux grands pays (l'Allemagne et l'Italie) ainsi que la Belgique, le Danemark, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Pologne. Sept des pays qui ont choisi la règle de neutralité appliquent un critère supplémentaire de « traitement réciproque ». La règle ne s'appliquera que si l'entreprise qui a lancé l'OPA est soumise à des restrictions similaires. On peut craindre en effet qu'une entreprise procède à une vague de rachats tout en étant protégée d'une OPA inamicale.
15. Seules l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie ont appliqué le principe de neutralisation des restrictions.
16. Bennedsen et Nielsen (2003) estiment qu'en raison des structures actionnariales, la règle initiale de neutralisation des restrictions ne rendrait vulnérables à une OPA que 5 % des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.
17. Deutsche Bank (2006). Ce chiffre ne tient pas compte des flux circulaires.
18. En mars 2003, les banques centrales nationales se sont entendues sur un protocole d'accord non obligatoire définissant les principes de gestion de crise. De l'avis du FMI, ce texte ne va guère au-delà de la transmission d'informations et il ne s'attaque pas aux conséquences d'une crise systémique. En 2005, les ministères des Finances, les autorités de surveillance et les banques centrales concernés ont adopté un nouveau protocole d'accord. Néanmoins, certaines attributions ne sont toujours pas clairement définies (Decressin *et al.*, 2007).
19. Voir Fonteyne et van der Vossen (2007).

Bibliographie

- Affinito, M. et F. Farabullini (2006), « An Empirical Analysis of National Differences in the Retail Bank Interest Rates of the Euro Area », *Banca d'Italia Discussion Paper*, n° 589.
- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova et C. Monnet (2004), « Measuring Financial Integration in the Euro Area », *ECB Occasional Paper*, n° 12.
- BCE (2005), « Comparaison interrégionale des taux appliqués aux prêts au logement dans la zone euro et aux États-Unis », *Rapport annuel*, Francfort.
- BCE (2006), *Indicateurs d'intégration financière dans la zone euro : septembre 2006*, Francfort.
- Bennedsen, M. et K. Nielsen (2003), « The Impact of a Break-Through Rule on European Firms », *Copenhagen Business School Department of Economics Working Paper*, n° 12-2002.
- de Bondt, G. (2002), « Retail Bank Interest Rate Pass-Through: New Evidence at the Euro Area Level », *ECB Working Paper*, n° 136, Francfort.
- Casey, J.P. et K. Lannoo (2006), « The MiFID Revolution », *European Capital Markets Institute Policy Brief*, n° 3.
- CE (2005a), « Cross Border Consolidation in the EU25 (1999-2004) », annexe III de *Financial Integration Monitor 2005*, Bruxelles.
- CE (2005b), *Livre vert sur le crédit hypothécaire dans l'UE*, COM(2005)327, Bruxelles.
- CE (2006), *Interim Report II: Current Accounts and Related Services*, enquête d'activité dans le cadre de l'article 17 Règlement 1/2003 sur la banque de détail.
- CE (2007), *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, Bruxelles.
- Decressin, J., H. Faruqee et W. Fonteyne (dir. pub.) (2007), *Integrating Europe's Financial Markets* (à paraître), FMI, Washington.
- De Serres, A., S. Kobayakawa, T. Sløk et L. Vartia (2006), « Regulation of Financial Systems and Economic Growth », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 506.
- Deutsche Bank (2006), « EU Asset Management: Towards the Creation of a Single Market in Europe », *EU Monitor*, n° 37, Deutsche Bank Research.
- FMI (2005a), « Banks and Markets in Europe and the United States », chapitre VI de *Euro Area Article IV: Selected Issues*.
- FMI (2005b), « European Financial Integration, Stability and Supervision », chapitre V de *Euro Area Article IV: Selected Issues*.
- Fonteyne, W. et J.W. van der Vossen (2007), « Safeguarding Financial Stability », chapitre 10 dans *Integrating Europe's Financial Markets*, édité par J. Decressin, H. Faruqee et W. Fonteyne (à paraître), FMI, Washington.
- Forum Group on Mortgage Credit (2004), *The Integration of the EU Mortgage Credit Markets*.
- Giannetti, M., L. Guiso, T. Jappelli, M. Padula et M. Pagano (2002), « Financial Market Integration, Corporate Financing and Growth », *DG ECFIN Economic Paper*, n° 179, Bruxelles.
- Hellmann, T.F., K. Murdock et J. Stiglitz (2000), « Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough? », *American Economic Review*, 90(1).
- Keeley, M. (1990), « Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking », *American Economic Review*, décembre.
- Lane, P.R. (2005), « Global Bond Portfolios and EMU », *European Central Bank Working Paper*, n° 553, Francfort.
- London Economics (2002), *Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets*.
- OCDE (2002), *Études économiques de l'OCDE : Zone euro*, Paris.
- OCDE (2006), « Concurrence et réglementation dans le secteur de la banque de réseau », note du Secrétariat, DAF/COMP/WP2(2006)7.
- Walkner, C. et J.P. Raes (2005), « Integration and Consolidation in EU Banking – an Unfinished Business », *European Commission Economic Papers*, n° 226.

ANNEXE 3.A1

Le programme de la Commission pour les services financiers

Le programme de travail de la Commission pour les services financiers au cours de la période 2005-10 comporte les initiatives suivantes.

Projets en cours

- Livre blanc sur le crédit hypothécaire (à paraître en 2007).
- Livre vert sur les services financiers de détail (publié en mai 2007).
- Proposition modifiée de directive concernant le crédit à la consommation (publiée en 2005).
- Proposition de directive sur les services de paiement dans le cadre de l'Espace unique de paiements de la zone euro (SEPA).
- Projet Solvabilité II, pour réformer la réglementation et la supervision du secteur des assurances.
- Proposition de modification des règles de « participation qualifiée », qui peuvent être utilisées par les autorités réglementaires nationales pour bloquer des fusions ou rachats dans le secteur financier (accord politique conclu en mars 2007).
- Fonds d'investissement : amélioration du cadre législatif et de la mise en œuvre pour les OPCVM.

Dossiers à l'examen

- Élimination des obstacles injustifiés aux regroupements transfrontaliers.
- Évaluation de la directive sur la monnaie électronique.
- Faut-il proposer une réglementation sur les fonds de garantie d'assurance?
- Faut-il signer la convention de La Haye sur les titres?

Initiatives futures éventuelles

- Comptes courants bancaires : élimination des obstacles à la concurrence dans ce secteur.
- Réexamen du cadre réglementaire applicable aux intermédiaires de crédit.

Source : Livre blanc : la politique des services financiers, 2005-2010, publié en 2005 par la Commission européenne, Bruxelles.

Glossaire

ACP	Afrique, Caraïbes, Pacifique
ACR	Avantage comparatif révélé
AGIS	Programme de coopération policière et judiciaire en matière pénale
ARM	Accords de reconnaissance mutuelle
BCE	Banque centrale européenne
BRIC	Brésil, Russie, Inde et Chine
CCI	Communautés de la connaissance et de l'innovation
CE	Commission européenne
CEE	Communauté économique européenne
CER	Conseil européen de la recherche
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
EFT	Enquête sur les forces de travail
FEDER	Fonds européen de développement régional
FEOGA	Fonds européen d'orientation et de garantie agricole
FSE	Fonds social européen
IDE	Investissement direct étranger
IET	Institut européen de technologie
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
LPE	Législation sur la protection de l'emploi
MiFID	Directive sur les marchés d'instruments financiers
OMC	Organisation mondiale du commerce
OPA	Offre publique d'achat
OPCVM	Organismes de placement collectif en valeurs mobilières
PAC	Politique agricole commune
PESC	Politique étrangère et de sécurité commune
PISA	Programme international pour le suivi des acquis des élèves
PME	Petites et moyennes entreprises
PMF	Productivité multifactorielle
PPA	Parité de pouvoir d'achat
R-D	Recherche et développement
REACH	Loi sur la sécurité des produits chimiques
RPU	Régime de paiement unique
SEPA	Espace unique de paiements en euro
SPA	Standard de pouvoir d'achat
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UE10	Dix nouveaux États membres de l'UE en 2004

UE12	UE10 plus Bulgarie et Roumanie
UE15	Quinze États membres de l'UE en 1995
UE19	Dix-neuf États membres de l'UE également membres de l'OCDE
UE27	Tous les États membres de l'UE (UE15 plus UE12)

Table des matières

Résumé	10
Évaluation et recommandations	13
Chapitre 1. Principaux enjeux	25
Des réformes nécessaires au vu de la performance économique médiocre de l'Europe.	29
Tirer le meilleur parti des possibilités offertes par la mondialisation	38
La voie du progrès	55
Notes	69
Bibliographie	71
Annexe 1.A1. Indicateurs de flexibilité du marché du travail	73
Chapitre 2. Vers une union toujours plus étroite? Pour aller plus loin dans le marché unique	77
Le marché unique des services	80
Le marché unique des produits	91
Les industries de réseau doivent être plus ouvertes à la concurrence.	92
Notes	99
Bibliographie	101
Chapitre 3. Mettre en place des marchés de capitaux concurrentiels	103
La banque de détail reste essentiellement nationale	108
On pourrait développer les marchés de la finance d'entreprise	112
Le dispositif de surveillance financière est-il à la hauteur?	115
Notes	116
Bibliographie	118
Annexe 3.A1. Le programme de la Commission pour les services financiers	119
Chapitre 4. Le cadre réglementaire au niveau communautaire	121
Fonctionnement du processus législatif	122
Les principes « Mieux légiférer » : peut-on encore mieux faire?	125
Synthèse	128
Notes	129
Bibliographie	130

Chapitre 5. Renforcer la politique de la concurrence	131
Les réponses apportées aux recommandations antérieures	132
La politique des aides d'État est en pleine réforme	134
Notes	138
Bibliographie	139
Chapitre 6. Réformer le soutien à l'agriculture et aux échanges	141
La Politique agricole commune	142
Quelques points de politique commerciale	149
Notes	153
Bibliographie	153
Chapitre 7. Optimiser la politique de cohésion régionale	155
Les disparités entre régions demeurent fortes	156
Politiques	157
Se montrer à la hauteur d'un objectif ambitieux	166
Conclusions	170
Notes	171
Bibliographie	171
Chapitre 8. Supprimer les obstacles à la mobilité géographique des travailleurs	173
Schémas de mobilité des travailleurs en Europe	174
Les politiques	180
Conclusions	188
Notes	189
Bibliographie	190
Glossaire	193
Encadrés	
1.1. Quelques éléments historiques et terminologiques	27
1.2. L'Union européenne et ses compétences : les différents acteurs institutionnels et leur rôle	28
1.3. Champions nationaux ou européens?	40
1.4. La Stratégie de Lisbonne pour la croissance et l'emploi	51
1.5. Le changement climatique et le système communautaire d'échange de droits d'émission	66
2.1. Le réseau SOLVIT	90
2.2. Recommandations concernant le marché unique	98
3.1. Intégration des marchés de capitaux	106
3.2. Recommandations concernant les marchés de capitaux	116
4.1. Principes de subsidiarité et de proportionnalité	123
4.2. Recommandations visant à améliorer le cadre réglementaire	129
5.1. Le Plan d'action dans le domaine des aides d'État	135
5.2. Les aides d'État selon l'ancienneté de l'appartenance à l'UE	137
5.3. Recommandations concernant la politique de la concurrence	138

6.1. Réformes récentes de la PAC	145
6.2. Recommandations concernant l'agriculture et les échanges	153
7.1. L'importance croissante de la politique de cohésion régionale	160
7.2. Allocation des financements de l'UE pour la Politique de cohésion 2007-13 : un processus en cascade	165
7.3. Activités éligibles en vertu du « critère d'affectation de Lisbonne »	167
7.4. Recommandations concernant la politique de cohésion régionale	170
8.1. Recommandations concernant la suppression des obstacles à la mobilité des travailleurs	188

Tableaux

1.1. Rattrapage en termes de revenu	26
1.2. Performances économiques récentes de l'UE25	31
1.3. Contribution aux créations d'emplois par sexe, âge et type d'emploi	34
1.4. Scénarios de croissance à long terme dans l'hypothèse de politiques inchangées	37
1.5. Prévisions d'évolution des dépenses publiques de soins de santé, de soins de longue durée et de retraite	38
1.6. Ventilation des exportations suivant l'intensité de qualification exigée par les produits	43
1.7. Réglementation des marchés de produits	47
1.A1.1. Composantes principales des indicateurs de flexibilité du marché du travail	75
2.1. Croissance de la productivité du travail dans le secteur des services	82
2.2. Exemples d'obstacles au commerce transfrontalier des services	84
2.3. Équivalent tarifaire des obstacles aux échanges de services dans l'UE15	85
3.1. Indicateurs bancaires	112
5.1. Les aides d'État	136
6.1. Tarifs NPF en vigueur pour certains produits en 2006	150
7.1. Principaux éléments du budget de l'UE pour 2007-13	157
7.2. Systèmes de péréquation budgétaire	158
7.3. Les objectifs de la politique de cohésion de l'UE et leur financement pour la période 2007-13	161
7.4. Crédits des fonds régionaux de l'UE, par pays bénéficiaire	163
7.5. Progrès dans la mise en œuvre des recommandations de l'Étude 2004	170
8.1. Part d'étrangers d'âge actif dans les pays de l'UE	175
8.2. Emploi des travailleurs mobiles depuis peu, par âge, niveau d'instruction et profession	178
8.3. Un certain nombre de pays de l'UE15 imposent encore des restrictions aux travailleurs originaires des nouveaux États membres	181

Graphiques

1.1. Écarts de PIB par habitant	30
1.2. Les réformes précoces ont porté leurs fruits	31
1.3. La situation du marché du travail s'améliore	33
1.4. Taux de chômage	34
1.5. Croissance de la productivité	35
1.6. L'écart d'investissement en TIC s'est réduit	35
1.7. Niveaux de productivité dans le secteur manufacturier par rapport aux États-Unis	36
1.8. L'Europe a préservé ses parts de marché à l'exportation	39
1.9. Les 100 premières sociétés européennes : ventilation du chiffre d'affaires moyen selon la zone d'implantation du siège	40
1.10. Spécialisation commerciale	41
1.11. Corrélations entre poids relatif dans les échanges et croissance des marchés	42
1.12. Indicateurs du niveau de formation	44
1.13. Entrées nettes d'investissements directs étrangers	45
1.14. Réglementation des marchés de produits	46
1.15. Taux de renouvellement des entreprises dans l'industrie et les services	47
1.16. Le rythme du changement structurel	48
1.17. La valeur ajoutée se déplace du secteur manufacturier vers les services	49
1.18. Mobilité internationale des étudiants	54
1.19. Exportations de biens et de services	56
1.20. Réforme des industries de réseau	58
1.21. Les régions convergent à peine	63
1.22. Soutien à la production dans l'agriculture	64
1.23. La réglementation ne répond pas toujours aux objectifs sociaux	68
1.A1.1. Indicateurs de mobilité de la main-d'œuvre	73
1.A1.2. Composantes principales	76
2.1. L'intégration du marché unique s'est ralentie	79
2.2. Le commerce intérieur des services est très variable	81
2.3. Restrictions au commerce intérieur des services dans l'UE15	81
2.4. Productivité dans le secteur de la distribution	83
2.5. Tarifs de l'électricité pour l'industrie	92
2.6. Tarif du téléphone mobile	97
3.1. Indicateurs du marché financier	104
3.2. Biais national sur le marché boursier	107
3.3. Opérations de prêt transfrontalières des institutions financières de la zone euro	107
3.4. Frais généraux des banques	109
3.5. Sociétés cotées avec une minorité de blocage d'au moins 25 %	114
3.6. Les fonds d'investissement européens sont modestes	115
4.1. Procédure de codécision	124
4.2. Indicateurs du cadre réglementaire	128
7.1. De grandes disparités économiques séparent les régions	157
7.2. Régions riches et pauvres	162
7.3. Le lien entre niveaux de revenu et allocations de fonds régionaux	164

7.4. Régions proches du seuil d'éligibilité de 75 %	165
8.1. Mobilité annuelle transfrontalière de la main-d'œuvre	175
8.2. Stock de travailleurs mobiles dans les pays de l'UE15	176
8.3. Travailleurs résidant ailleurs	177
8.4. Profession de ceux qui sont récemment venus à l'UE15	179
8.5. Taux d'emploi des travailleurs mobiles	179
8.6. Le rôle des pensions professionnelles	184
8.7. Coûts des transactions immobilières	187
8.8. Part des logements sociaux dans le stock de logements	187

La situation économique et les politiques de l'Union européenne ont été évaluées le 25 avril 2007 par le Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement (Comité EDR) de l'OCDE, qui est chargé d'examiner la situation économique des pays membres.

Le projet de rapport a ensuite été révisé à la lumière des discussions lors de la réunion, l'Étude étant publiée sous la responsabilité du Secrétaire général.

Ce rapport contient les informations disponibles à la fin de mai 2007.

Le projet de rapport du Secrétariat a été préparé par David Rae, Boris Cournède et Marte Sollie, sous la direction de Peter Hoeller. Isabelle Duong a apporté une aide à la recherche.

C'est le premier examen de l'Union européenne dans le cadre du Comité EDR. Des examens de la zone euro ont déjà eu lieu, dont le dernier a été publié en janvier 2007.

Ce livre contient des StatLinks

En bas à droite des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des *StatLinks*. Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur Internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>.

Si vous lisez la version PDF de l'ouvrage, et que votre ordinateur est connecté à Internet, il vous suffit de cliquer sur le lien.

Les *StatLinks* sont de plus en plus répandus dans les publications de l'OCDE.

STATISTIQUES DE BASE DE L'UNION EUROPÉENNE (2005)

UE15 UE12 UE27

PAYS ET POPULATION

Superficie (milliers de km ²)	3 238	1 088	4 326
Population (millions)	388.4	103.5	491.9
Nombre d'habitants par km ²	117.5	94.4	111.7
Croissance de la population (1995-2005, moyenne annuelle, en %)	0.4	-0.1	0.3
Population active (millions)	254.0	71.4	325.4
Taux de chômage (%)	8.2	11.9	9.0

ACTIVITÉ

PIB (milliards EUR, prix courants)	10 292	662	10 954
PIB par habitant (SPA courants)	25 400	11 919	22 500
En pourcentage du PIB :			
Formation brute de capital fixe	19.8	21.9	19.9
Exportations de biens et services	36.4	52.1	37.3
Importations de biens et services	35.5	55.0	36.7

FINANCES PUBLIQUES

(en pourcentage du PIB)

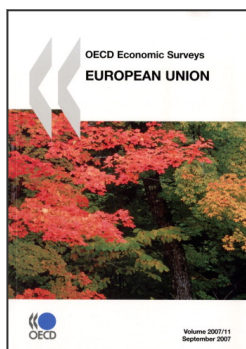
Administrations publiques :			
Recettes ¹	45.1	40.0	44.8
Dépenses ¹	47.4	42.9	47.1
Solde ¹	-2.2	-2.9	-2.3
Dette publique brute (fin de l'année) ²	64.6	40.3	63.3

COMMERCE EXTÉRIEUR DE MARCHANDISES

(principaux partenaires, en % du total des flux)

	Exportations	Importations
États-Unis	25.1	14.8
Reste de l'Europe (y compris Russie)	22.0	23.3
Chine	5.1	14.5
Japon	4.3	7.2
Reste de l'Asie	26.4	24.6
Reste du monde	17.1	15.6

1. Sans la Bulgarie pour l'UE12 et l'UE27.
2. Sans la Roumanie pour l'UE12 et l'UE27.



Extrait de :
OECD Economic Surveys: European Union 2007

Accéder à cette publication :

https://doi.org/10.1787/eco_surveys-eur-2007-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2007), « Mettre en place des marchés de capitaux concurrentiels », dans *OECD Economic Surveys: European Union 2007*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-eur-2007-5-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.