

## INTEGRATION DES MARCHES DE CAPITAL EUROPEENS - ASPECTS PRESENTS ET DE PERSPECTIVE

**Toma Orăștean Ramona**

*Universitatea „Lucian Blaga” din Sibiu Facultatea de Științe Economice Sibiu, str. Calea Dumbrăvii nr. 17 torasib@yahoo.com 0269/210375*

**Belașcu Lucian**

*Universitatea „Lucian Blaga” din Sibiu Facultatea de Științe Economice Sibiu, str. Calea Dumbrăvii nr. 17 lucian\_belascu@yahoo.com 0269-210375*

*European financial market integration is an unfolding process and an economic fact that affect not only the countries involved but the whole world economy. The success of this process depends on many factors, various challenges and obstacles that have to be over fulfilled but the evolutions demonstrate that significant steps have been made. The paper don't propose a historical approach of the European capital market integration, it is a succinct presentation of the degree that this process has been achieved until now, taking into account the increasing role of the euro on the international financial markets. The evolution of the integration process is analysed on the significant segments of the capital market: bond market - government and corporate bonds - and equity market.*

*Keywords: capital market, financial integration, Europe*

*JEL Classification: E44, G15*

L'un des objectifs de l'Union Européenne est la consolidation du fonctionnement des marchés financiers par la stimulation de leur intégration. Un marché financier plus intégré accroît les opportunités de la distribution et de la diversification du risque et mène à la croissance de la liquidité du marché. Cependant, l'intégration accentuée du marché amplifie le risque de la transmission des turbulences et des crises financières au niveau transfrontalier. La Banque Centrale Européenne considère qu'un marché d'instruments et de services financiers est entièrement intégré si tous les participants potentiels: se soumettent à un seul set de règles lorsqu'ils décident d'opérer avec ces instruments-là ou services; ont accès d'une manière égale aux instruments et services du marché; sont traités d'une manière non - discriminatoire lorsqu'ils opèrent sur le marché respectif. Cette définition présente une situation idéale, un état d'intégration parfaite. En réalité, le marché financier européen se trouve en plein processus d'intégration, avec des différences en ce qui concerne le degré d'intégration entre les segments de ce marché.

Les dernières années, le stade et le degré d'intégration des marchés financiers européens sont remarquables. Les marchés monétaires et d'obligations européens ont atteint un degré d'intégration très avancé, surtout dans le cadre de la zone euro, alors que les marchés de capital se sont intégrés plus lentement, le processus étant ralenti à cause du manque de l'infrastructure afférente.

Le marché des obligations gouvernementales et de ceux corporatives a évolué vers l'intégration, le processus étant presque complet. Une fois la monnaie unique introduite, **le marché des obligations gouvernementales** a connu une intégration presque complète. Les rendements pour les obligations d'Etat sont encore assez différents dans le cas des nouveaux pays membres (UE-12) et lors du premier semestre de 2008 on observe une accentuation des différences entre les rendements des obligations d'Etat tant pour la zone euro qu'aussi pour l'UE-27. Il est possible que cette évolution soit liée à la croissance du risque pays et à la majoration des primes pour le risque crédit. Le stade avancé d'intégration du marché des obligations gouvernementales se relève d'une manière évidente aussi des niveaux très proches des taux d'intérêts pratiqués pour ces titres dans les pays de la zone euro par rapport à ceux hors zone euro (Tableau 1).

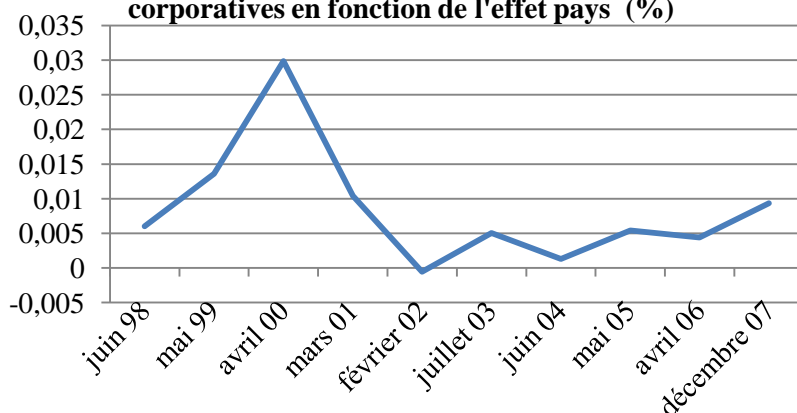
**Tableau 1. Evolution des taux d'intérêt à long terme (pour des titres d'Etat à échéance à 10 ans) dans l'Union Européenne (%)**

Pays	2007	Juin 2008	Décembre 2008
	<b>Zone euro</b>		
Belgique	4.41	4.84	3.87
Allemagne	4.21	4.52	3.05
Irlande	4.45	4.91	4.57
Grèce	4.53	5.17	5.08
Espagne	4.35	4.79	3.86
France	4.35	4.73	3.54
Italie	4.54	5.11	4.47
Chypre	4.60	4.60	4.60
Luxembourg	4.68	4.98	4.17
Malte	4.81	5.26	4.17
Pays-Bas	4.34	4.73	3.65
Autriche	4.34	4.74	3.74
Portugal	4.47	4.96	4.01
Slovénie	4.55	4.95	4.56
Finlande	4.34	4.78	3.72
<b>Zone non - euro</b>			
Bulgarie	5.08	5.17	7.76
Tchéquie	4.68	5.13	4.30
Danemark	4.33	4.82	3.50
Lettonie	5.10	6.25	9.03
Lituanie	4.94	5.33	9.00
Hongrie	6.93	8.50	8.31
Pologne	5.86	6.42	5.70
Roumanie	7.05	7.15	8.38
Slovaquie	4.61	4.94	4.72
Suède	4.31	4.43	2.67
Royaume-Uni	4.70	5.16	3.37

Source: [www.ecb.int](http://www.ecb.int) - Statistics

*Les obligations corporatives* ont un degré relativement élevé d'intégration, le taux de variation des rendements influencé par l'effet pays en se situant presque à zéro, fait mis également en évidence dans la figure suivante.

**Figure 1. Variation des rendements des obligations corporatives en fonction de l'effet pays (%)**



Source: www.ecb.int - Statistics

Une image d'ensemble comparative est illustrée dans le tableau 2, qui présente le pourcentage des placements transfrontaliers par les établissements monétaires - financiers d'obligations gouvernementales et corporatives émis par la zone euro et par de pays membres de l'UE, hors zone euro.

**Tableau 2. Evolution des placements transfrontaliers d'obligations gouvernementales et corporatives émis par la zone euro et par des pays membres de l'UE, hors zone euro (%)**

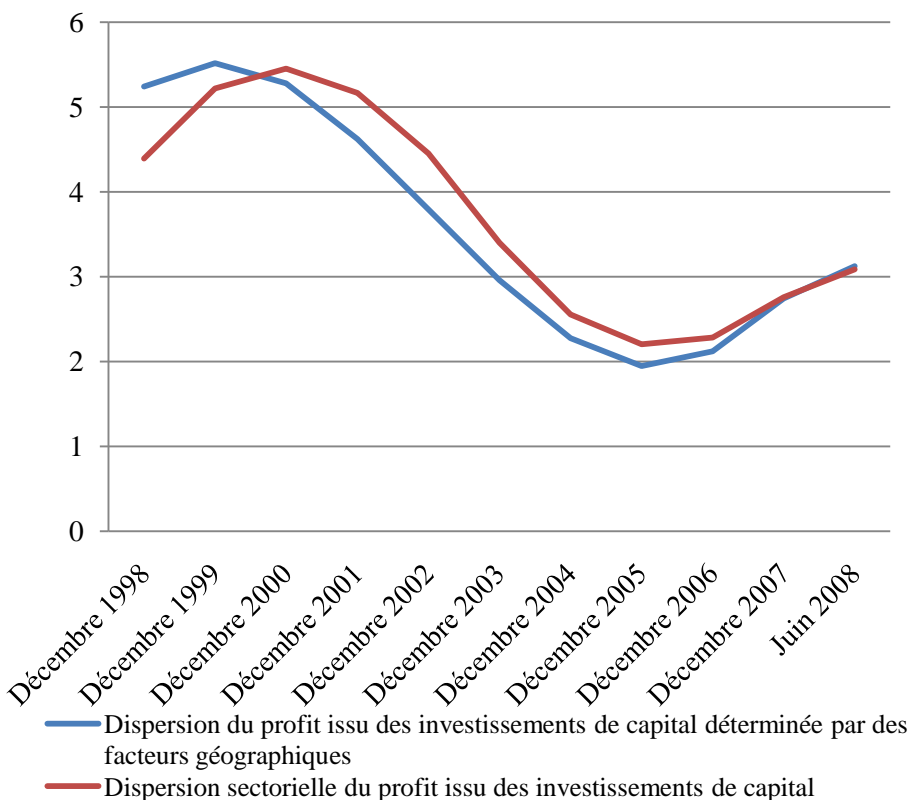
Date	Placements d'obligations gouvernementales et corporatives dans des pays de la zone euro	Placements d'obligations corporatives dans des pays de la zone euro	Placements d'obligations gouvernementales dans des pays de la zone euro	Placements d'obligations gouvernementales et corporatives dans des pays de l'UE, hors zone euro
Décembre 1997	16.157079	3.727192	12.429887	2.487281
Décembre 1998	18.946224	3.215163	15.731061	2.617912
Décembre 1999	24.178609	4.367879	19.810730	3.532850
Décembre 2000	26.142170	6.308584	19.833586	4.815985
Décembre 2001	29.934881	8.279377	21.655504	3.729404
Décembre 2002	33.084187	9.701646	23.382541	3.865016
Décembre 2003	36.001929	10.959446	25.042483	4.037270
Décembre 2004	37.452835	11.260705	26.192131	5.643106
Décembre 2005	40.253668	12.278941	27.974727	6.149915
Décembre 2006	39.016479	14.768276	24.248202	7.329168
Décembre 2007	38.260167	18.311660	19.948507	7.179681
Juin 2008	37.977277	18.503895	19.473381	7.192622

Source: www.ecb.int - Statistics

On observe une tendance croissante de ces taux pendant la période 1997-2007, à une faible baisse des taux des placements transfrontaliers d'obligations gouvernementales dans les pays de la zone euro en 2008, de 19.94% en décembre 2007 à 19.47% en juin 2008.

**Le marché des actions** enregistre un niveau d'intégration relativement élevé, même si le début de 2008 a apporté en même temps avec les effets de la crise financière globale une croissance de la dispersion entre les profits issus des investissements tant au niveau des pays qu'aussi du point de vue sectoriel, tel que l'on observe dans la figure suivante.

**Figure 2. Dispersion transfrontalière du profit issu des investissements de capital (%)**



Source: [www.ecb.int](http://www.ecb.int) - Statistics

Le stade d'intégration des marchés de capital européens peut être également analysé par le biais de l'origine des investissements étrangers sur ces marchés de l'UE. Même si des dernières données disponibles résulte une stagnation de ces investissements, le pourcentage des investissements réalisés par les pays membres de l'Union Européenne a augmenté de 53% en 2001 à 56% en 2006 pour la composante actions et de 63% à 67% pour la composante obligations, pour la même période. Tout en tenant compte de ces taux, on peut affirmer qu'il y a une tendance de "régionalisation" des investissements à long terme, notamment pour la composante obligations. Une telle tendance est bien révélatrice aussi pour les pays UE-12, où les investisseurs UE en obligations détiennent environ 90% du montant des investissements en de tels titres. En 2006, les Etats-Unis étaient les plus grands investisseurs étrangers hors UE en actions UE, avec un pourcentage de 29% du montant des investissements étrangers. En même temps, les investisseurs américains ont augmenté leur présence et sur le marché des obligations,

de 7% en 2005 à 9% en 2006.<sup>359</sup> Sur le marché des émetteurs d'actions, le processus d'intégration se trouve en un stade basique, avec de très peu de cas où c'est lister transfrontalièrement en bourse.

La liquidité du marché des actions a augmenté d'une manière significative en 2007, tout spécialement suite à la croissance des volumes des transactions. En 2007, la capitalisation du marché s'est majorée de 3% en UE et de 2% aux Etats-Unis, étant donné que la valeur des actions en transaction a suivi un trend croissant, en augmentant de 33% dans l' UE et de 35% aux Etats-Unis.

Pendant la dernière période, le marché de capital européen a été le but de certaines transactions importantes de *fusions et acquisitions*: par la fusion entre New York Stock Exchange et Euronext en 2006, s'est formé le plus grand groupe boursier, NYSE Euronext; en février 2008, Nasdaq Stock Market a finalisé l'acquisition du marché scandinave OMX AB, en donnant naissance à la plus grande compagnie boursière du monde entier, Nasdaq OMX Group.

L'intégration des marchés européens d'instruments financiers souffre à présent des transformations importantes grâce à la mise en place de la Directive concernant les marchés des instruments financiers - MiFID (Markets in Financial Instrument Directive), qui encourage la libre concurrence entre les marchés réglementés, tout en établissant des standards plus élevés en ce qui concerne la transparence et l'intégrité des marchés. Un résultat de la mise en place de cette directive a été l'apparition, à la fin de 2007, de certains *systèmes multilatéraux de transaction*, qui offrent des services plus rapides et à des commissions plus réduites par rapport à celles offertes par les bourses de valeurs. La création de ces systèmes est uniquement l'une des mesures censée à améliorer l'environnement entrepreneurial et à faciliter l'accès des PME aux transactions à des instruments financiers. Parmi les systèmes multilatéraux de transaction de l'Union Européenne on retrouve: POSIT, Chi-X, Project Turquoise, Equiduct Berliner-Börse et Bats Europe. Ceux-ci ont rapidement atteint des parts de marché importants (par exemple, Chi-X détient environ 15% des actions listées à London Stock Exchange pour la transaction sur le marché secondaire, et Turquoise 5%).<sup>360</sup>

En vue du soutien du processus d'intégration du marché financier européen, en général et de celui de capital, en particulier, on a envisagé deux *initiatives* importantes, voire: *le Plan d'action pour des services financiers* – FSAP (Financial Services Action Plan) et l'établissement de la *procédure Lamfalussy pour la surveillance et la réglementation financière*. La première de ces initiatives a visé le système financier en entier, mais notamment le marché des titres. Le plan a été initié en 1999 et a compris 42 propositions législatives de la Commission Européenne pour l'actualisation des réglementations existantes et pour l'extension du degré d'harmonisation des réglementations européennes, en conformité avec l'objectif du marché unique. Parmi les mesures concernant le marché de capital il y avait la Directive sur les marchés des instruments financiers, la Directive à l'égard de la transparence financière, la directive concernant les abus de marché et la Directive prospect. En même temps, la Commission Européenne a adopté en décembre 2005, une Charte Blanche de l'UE pour ce qui est de la politique des services financiers dans l'UE pour la période 2005-2010. La deuxième initiative, la procédure Lamfalussy pour la surveillance et la réglementation financière, a été mise en place en 2001 et a mené à la croissance significative de la vitesse et de la flexibilité du processus de réglementation dans l'UE et à la mise en place homogène des réglementations UE au niveau national.<sup>361</sup> A la mise en place des deux initiatives participent activement et la Banque Centrale Européenne avec l'Eurosystème.

Un facteur clé pour une intégration complète et efficace du marché du capital européen le constitue l'infrastructure, représentée par les systèmes de décompte des opérations à des

---

359 European Commission - European Financial Integration Report 2008, January 2009, p. 10.

360 European Commission - European Financial Integration Report 2008, January 2009, p. 25.

361 ECB - Buletin Mensuel – 10ème anniversaire de BCE, 2008, p. 112.

instruments financiers et par les systèmes des contreparties centraux. Il y a encore de grandes différences particulièrement liées aux pratiques, aux régimes juridiques, de réglementation et fiscaux sur les différents marchés nationaux, étant donné la complexité implicite des titres financiers. L'utilisation des systèmes de décompte des opérations à des instruments financiers pour des opérations transfrontalières n'est pas encore significative, en dessous de 1% du total volume et valeur. De l'autre côté, l'infrastructure post-transaction est fragmentée tant au cas des obligations, que surtout dans le cas des transactions avec des actions. Les opérations transfrontalières avec des obligations sont décomptées dans le cadre de deux systèmes internationaux de dépôt des titres, alors que les transactions avec des actions s'appuient encore sur les systèmes nationaux de dépôt. La fragmentation du marché des instruments financiers a pour conséquence des coûts post-transaction élevés pour les opérations transfrontalières et la réduction du potentiel pour les économies d'échelle. Pour répondre au besoin d'avoir une plateforme de décompte commune et neutre pour les transactions avec des instruments financiers, l'Eurosystème a lancé la proposition de la mise en place du système TARGET2-Securities (à partir de 2013), censé à stimuler l'interopérabilité et la concurrence entre les fournisseurs de services liés aux instruments financiers. Cette chose mènera à l'opérabilité de transactions transfrontalières avec des titres tout autant bon marché comme ceux opérés à ce moment au niveau national en réalisant ainsi des économies d'échelle.

L'intégration financière européenne est ainsi un processus en plein déroulement, tout spécialement en ce qui concerne certains segments du marché, voire le marché de capital et le segment de détail du marché bancaire. Le plus haut degré d'intégration l'ont atteint jusqu'à présent le marché monétaire et celui des obligations. La monnaie euro représente le lien qui a mené à la création d'un vrai marché unique et qui a un rôle important dans le bon fonctionnement du marché financier européen. Les marchés financiers des pays membres de l'Union Européenne hors zone euro enregistrent les plus grands retards dans le processus d'intégration. Une fois que ces pays adopteront l'euro et harmoniseront leurs structures financières internes avec ceux de la zone euro, le processus d'intégration connaîtra une accélération visible.

#### **Références:**

1. Baltzer, M., Capiello, L., De Santis, R.A., Manganelli, S. - *Measuring Financial Integration in New EU Member States*, ECB Occasional Paper No. 81, 2008.
2. European Commission - *European Financial Integration Report 2008*, January 2009.
3. ECB - *Buletin Lunar - A 10-a aniversare a BCE*, 2008.
4. ECB - *Financial Integration Indicators*, 2008.
5. FESE (Federation of European Securities Exchanges) - *online database*, 2008.
6. WFE (World Federation of Exchanges) - *online database*, 2008.
7. [www.ecb.int](http://www.ecb.int) - *Statistics*.