



# VERS UN MARCHÉ UNIQUE DES SERVICES FINANCIERS ?

JACQUES DE LAROSIÈRE \*

**L**a constitution d'une Europe des services bancaires et financiers de détail doit permettre aux entreprises d'accéder à des marchés de capitaux européens profonds et liquides pour financer leur développement, de stimuler la concurrence et d'abaisser les coûts de financement. Les consommateurs peuvent, dans un marché intégré, acheter plus facilement et à des prix plus attractifs les services financiers proposés par les meilleurs fournisseurs européens de fonds d'investissement, d'assurance ou de pension. Les rendements nets augmentant à mesure que s'élargit l'éventail des possibilités d'investissement. En termes macroéconomiques, un marché véritablement efficace accroît la productivité du capital et de la main-d'œuvre d'où un meilleur potentiel de croissance du PIB et de l'emploi et contribue à renforcer la position internationale de l'Europe.

L'avènement de la monnaie unique représente un puissant facteur de l'intégration du marché européen des services financiers. Malgré les progrès réalisés grâce à la mise en œuvre de la quarantaine de directives du Plan d'action des services financiers (PASF), le secteur des services financiers de l'Union (banque, assurance, valeurs mobilières et gestion d'actifs) recèle un potentiel encore inexploité en matière de croissance économique et d'emploi. Plusieurs voies de progrès sont identifiées.

\* Membre de l'Académie des sciences morales et politiques, conseiller du président de BNP Paribas, co-président d'Eurofi.

Président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement - BERD - (1993-1998), gouverneur de la Banque de France (1987-1993), directeur général du Fonds monétaire international - FMI - (1978-1987), directeur du Trésor (1974-1978).

Il appartient aux pouvoirs politiques européens et nationaux de les mettre en œuvre.

Avant d'aborder le sujet de l'intégration des services financiers, il convient d'avoir une idée de ce que représente concrètement le marché européen.

### *L'EURO S'EST CONSIDÉRABLEMENT DÉVELOPPÉ SUR LES MARCHÉS FINANCIERS*

#### *Les marchés obligataires*

Les émissions nouvelles (en termes bruts) de bons en euros ont considérablement augmenté depuis la création de l'euro (1998 : 800 M€, 2005 : 2700 M€) ainsi que le montrent les graphiques n°1 et 2 en annexe.

Le marché des bons émis en euros représente près de 60 % de celui des bons en dollars américains. Depuis 1999, les nouvelles émissions de bons en euros se sont élevées à un chiffre cumulé de 14,9 Md€ (contre 25,7 Md€ pour les bons émis en dollars). (Voir le tableau n° 1 et le graphique n° 2 en annexe).

Mais étant donné que le rôle des banques dans le financement de l'économie est structurellement beaucoup plus important en Europe qu'aux États-Unis (encore que ce phénomène soit en train de se modifier), il est plus significatif de considérer le rôle international respectif de l'euro et du dollar. Lorsqu'on calcule les émissions des sociétés « non-résidentes », des gouvernements étrangers et des institutions multilatérales sur les marchés extérieurs (c'est-à-dire sur les marchés extérieurs aux pays ou à la zone monétaire de leur siège), on constate que les émissions de ce type en euros ont représenté depuis 1999 un montant cumulé pratiquement égal à celui des émissions comparables en dollars (5,1 Md€ contre 5,7 Md€) ainsi que le montrent le tableau n° 1 et le graphique n° 3<sup>1</sup>.

Si l'on ajoute aux données ci-dessus, qui retracent les bons à plus de deux ans, l'ensemble des émissions obligataires à court terme et les instruments du marché monétaire, on observe que les émissions totales nettes en euros représentaient 54,9 % du marché mondial en 2005 (contre 26,4 % pour le dollar) (voir tableaux n° 2 et 3 en annexe).

Ce sont là des considérations essentielles. Elles montrent que le marché de l'euro s'est considérablement élargi depuis le début des années 2000 et qu'il constitue aujourd'hui pour l'ensemble des sociétés et des gouvernements du monde une source de fonds sûre et liquide, d'une taille désormais supérieure à celle du dollar.

Si le dollar est prédominant comme monnaie de réserve interna-



tionale, le marché obligataire est devenu bipolaire avec prédominance de l'euro<sup>2</sup>.

### *Le marché des actions*

Bien qu'ils se soient développés depuis les années 1980, les marchés d'actions demeurent moins amples qu'aux États-Unis.

En termes de capitalisation boursière, la zone euro représentait en 2005 16,8 % de la capitalisation mondiale, alors que la part des États-Unis s'élevait à 41,6 % et celle du Japon à 11,1 % (voir tableau n° 4).

En termes de capitalisation boursière rapportée au PIB des pays et des zones considérées, la zone euro représentait 55 % en 2005 (contre 42,7 % en 2003) alors que les États-Unis représentaient 105,24 % et le Japon 84,9 %.

On voit que l'importance de l'*equity* européen est encore significativement inférieure à celle des États-Unis.

Quant au volume des transactions en actions (*turnover*), l'Europe a représenté, en 2006, 26 % du total mondial et les États-Unis 49 %.

Si l'on observe la part des actions et des fonds de placement dans le portefeuille financier des ménages de l'Europe des 25, on constate que celle-ci a progressé de trois points depuis 2002 pour se situer à 26,5 % en 2005<sup>3</sup>, alors que la même part aux États-Unis est restée stable à 45 %.

### *Services financiers*

Une étude récente<sup>4</sup> montre que l'Europe, là où elle est encore en retard par rapport aux États-Unis (fonds gérés, revenus des banques d'investissement, transactions en actions, *hedge funds*, banque privée), n'a cessé de réduire son écart depuis 2001.

Quelques données sont dignes de retenir l'attention :

- en matière d'assurance (vie et non vie) : les primes des compagnies européennes ont dépassé celles des sociétés américaines depuis 2003 (1 300 Md\$ pour les premières contre 1 100 Md\$ pour les secondes en 2005) ;
- en matière bancaire, trois chiffres sont significatifs :
  - les revenus générés en moyenne par client européen des banques d'investissement représentent 71 % de ceux du client américain,
  - les actifs des banques commerciales européennes (42 000 Md\$) représentent près de 4 fois ceux de leurs homologues américaines (11 000 Md\$),
  - le volume des prêts internationaux (non domestiques) consentis par les banques européennes s'élevait, fin 2005, à 14 000 Md\$ contre 1 900 Md\$ pour les banques américaines. En tenant compte des prêts



intra-européens qui faussent cette statistique, l'activité internationale des banques européennes s'avère 3 fois supérieure à celle des États-Unis.

Ces quelques données montrent l'importance mondiale du marché des services financiers européens et le caractère compétitif des acteurs globaux de notre continent dans un monde de plus en plus intégré. Quels sont les défis et les voies de progrès pour faciliter l'expansion mondiale de ces acteurs ?

*L'INSUFFISANCE DE L'INTÉGRATION  
DES MARCHÉS FINANCIERS EUROPÉENS  
ET LES VOIES DE PROGRÈS*

*L'état des lieux*

Sans entrer dans le détail, trois éléments méritent d'être soulignés.

*Si les marchés obligataires et les marchés monétaires en Europe peuvent être considérés comme bien intégrés, de même que les activités bancaires dites « de gros », il n'en est pas de même des activités de détail*

Les activités de détail font l'objet de réglementations nationales très différenciées notamment en ce qui concerne la protection des consommateurs. Une institution financière présente dans plusieurs pays de l'Union est toujours dans l'obligation de développer autant d'interfaces spécifiques qu'il existe de systèmes de paiement et de titres dans ces pays ce qui renchérit d'autant les opérations transfrontalières de ses clients (épargnants, investisseurs, émetteurs). Elle ne peut commercialiser des produits similaires dans les différents pays de l'Union (crédits à la consommation, produits d'épargne retraite) sur la base d'un outil industriel unique et en faire bénéficier les consommateurs.

*L'Europe est encore caractérisée par la fragmentation des infrastructures de marchés*

Cette situation prévaut tant en ce qui concerne les Bourses (qui semblent préférer être rachetées par leurs homologues des États-Unis plutôt que se rapprocher entre elles) que les systèmes de *clearing* et de règlement, ces derniers comptant plus de 25 institutions en Europe<sup>5</sup>. Ces infrastructures ont également conservé leur caractère essentiel (absence d'alternative pour assurer la bonne fin des transactions). Mais les conditions de leur mise en concurrence ne sont toujours pas réunies alors même que les Bourses se sont démutualisées et sont donc devenues des sociétés commerciales à but lucratif. À ce stade aucune



autorité politique ne cherche à déterminer ce qui, au sein de ces infrastructures doit demeurer européen ou global, public ou privatif et comment s'articulent les rôles et les obligations des actionnaires et des utilisateurs.

*Enfin, l'Europe est l'objet de réglementations et de systèmes de supervision encore très morcelés*

Le « processus Lamfalussy » s'est efforcé d'apporter davantage de coordination et d'homogénéité tant au niveau de la transposition nationale des directives que de l'application de la supervision. Mais force est de reconnaître que les divergences nationales sont encore significatives. Ceci d'autant plus que la plupart des mesures du Plan d'action pour les services financiers ont été adoptées avant la mise en œuvre du processus Lamfalussy (directives OPCVM, assurance-vie, fonds de pension de type pilier 2, vente à distance des services financiers...). Leur transposition a produit des hétérogénéités entre les droits nationaux qui continuent de s'opposer à l'eupéanisation des produits financiers et des acteurs.

Ces quelques rappels montrent que malgré les efforts considérables d'harmonisation accomplis depuis quelques années dans le cadre du Plan d'action des services financiers, le marché européen de ces services n'est pas encore un vrai marché « unique », ce qui serait pourtant dans la logique de la création de l'euro. La monnaie unique n'aura, en effet, tout son sens et sa portée que lorsque l'espace financier européen sera réellement intégré.

### *Quelle approche retenir ?*

Avant de tenter de répondre à cette question, il faut noter l'importance de l'enjeu.

Le fait que les services financiers de détail soient encore très fragmentés signifie que les consommateurs européens ne bénéficient toujours pas, à l'échelle européenne, d'une offre étendue de produits de retraite ni de services de détail moins chers et plus sûrs parce qu'adosés à des entités plus larges et disposant de plates-formes de production unifiées. À titre d'exemple, l'accroissement de la taille des fonds d'investissement - aujourd'hui 5 fois inférieure à celle de leurs équivalents américains - qui résulterait de la possibilité de réaliser des fusions transfrontalières de fonds, permettrait de réduire les coûts de gestion et la volatilité du risque.

En définitive, malgré la cohérence croissante entre les pays de l'Union européenne en matière d'orientations générales, les spécificités nationales demeurent la règle au niveau de leur transposition.

Dès lors, il n'est pas surprenant que les acteurs européens aient le plus



souvent entrepris leur déploiement européen à partir d'acquisitions locales. Ce qui leur assure une familiarité avec chaque marché, mais les prive, de facto, de la simplification et des économies d'échelle résultant de l'expansion directe à partir de plates-formes uniques (ou, en tout cas, les rend plus difficiles) ; plates-formes qui n'excluent pas le déploiement d'une présence commerciale locale souvent indispensable compte tenu des différences culturelles.

Mais il existe une considération additionnelle : la complexité et l'hétérogénéité des systèmes de régulation prudentielle et de surveillance, pénalisent non seulement l'intensification des relations transfrontalières en Europe, mais risquent aussi de gêner, par là même, l'expansion mondiale des grands acteurs financiers de notre continent.

Trois axes sont, à cet égard, possibles et devraient se conjuguer.

*L'axe classique de l'harmonisation des produits, des services et des infrastructures*

Il convient, bien évidemment, de poursuivre cet objectif tout en sachant que les progrès sont difficiles. En effet, au cœur même de cette question, se posent des problèmes aigus : celui, politiquement sensible, de la protection des consommateurs, celui, structurel, de la diversité des habitudes notamment en matière bancaire et de moyens de paiements (usage du chèque...), celui, juridiquement complexe, de l'harmonisation des droits en matière de faillite, de contrats, de droit de sociétés, sans parler de la fiscalité.

Dans cette optique, la Commission européenne, plutôt que de proposer un nouvel arsenal de directives, tend à se centrer sur quelques priorités, notamment :

- *la constitution d'une zone unique de paiements européens* (SEPA - Single Euro Payment Area). Le projet d'espace unique des paiements (SEPA) va très prochainement offrir aux citoyens une européanisation des instruments de paiement, à ce jour uniquement utilisables au plan domestique, dans des conditions tarifaires, de fiabilité et de délais analogues. Ainsi l'Europe mettra à la disposition des consommateurs de l'Union, dès 2008, un avis de prélèvement européen utilisable sur le plan transfrontalier et domestique, garantira des délais d'exécution homogènes sur les virements transfrontaliers. À cette échéance, l'ensemble des porteurs pourront faire usage de leurs cartes de paiement sur l'ensemble de la zone euro. Fin 2010, la substitution des anciens instruments par les moyens de paiements européens (débits directs, virements, cartes de paiement) devrait être irréversible.

Cette dernière échéance soulève toutefois de vives inquiétudes : les bénéfices économiques attendus par la Commission sont contestés ; le projet est lancé sans avoir stabilisé le volet économique des relations



interbancaires. À l'horizon 2010, plutôt que la recherche systématique de l'unicité des instruments de paiement en Europe, nous estimons que les bénéfices pour les utilisateurs (consommateurs, entreprises, administrations publiques) proviendront essentiellement, d'une part, d'un usage accru des moyens de paiements électroniques, et, d'autre part, de la consolidation progressive des infrastructures permise par le déploiement des standards techniques communs qui permettra de bénéficier de meilleures conditions économiques reflétées dans la baisse des prix ;

- *la création d'un nombre limité de types de produits* (crédit à la consommation, crédit hypothécaire, OPCVM, épargne retraite). Ces produits constituent des ensembles autonomes d'offres bancaires pour lesquels l'eupéanisation pourrait rapidement susciter une intensification de la concurrence et permettre l'enrichissement de l'offre avant même d'aborder la problématique complexe de la relation bancaire.

Celle-ci, en effet, s'articule autour de la relation de compte dont les caractéristiques - exigence de proximité, distribution multicanal complète, ensemble complet d'instruments de paiement, produits d'assurance, possibilités de découvert - expliquent la fidélité élevée, au plan national, des clientèles bancaires et se prêtent mal à une relation transfrontalière ;

- *un code de bonne conduite sur l'activité des infrastructures « post-marché »*. Après une concertation très large et approfondie des différentes parties prenantes et de nombreuses analyses d'impact, la Commission a décidé de mettre en place une solution d'autorégulation pour tenter d'améliorer, dans un délai raisonnable, le fonctionnement des infrastructures post-marché notamment, souvent critiqué par ses utilisateurs (intermédiaires ou banques d'investissement). Elle a ainsi incité ces infrastructures à définir un certain nombre d'engagements en matière de transparence des prix, de liberté d'accès, d'interopérabilité et de séparation des services offerts et du suivi comptable afférent. Les différentes pratiques proposées doivent être progressivement mises en place au cours de l'année 2007 et s'appliqueront, dans un premier temps, aux actions avec une possibilité optionnelle d'extension aux autres instruments. Les progrès réalisés seront suivis par la Commission au cours de l'année 2007 et une revue formelle de l'avancement sera organisée début 2008.

Cette initiative a globalement été accueillie comme un pas en avant par les différents acteurs du marché, même si les conditions d'implication des utilisateurs des infrastructures dans le suivi des résultats restent encore à préciser. Ceux-ci devront notamment rester vigilants sur l'atteinte réelle des objectifs fixés par la Commission (i.e. une plus grande transparence des infrastructures et un renforcement de la concurrence permettant *in fine* d'atteindre des prix plus justes).



Un autre point d'interrogation réside dans la possibilité d'extension des obligations de transparence du code aux intermédiaires, évoquée indirectement par le texte signé par les infrastructures. Cette idée est fortement discutable car elle ne semble tenir compte ni de la nature des services rendus par les différents types d'acteurs, ni de leur positionnement concurrentiel. En effet, des mesures spécifiques de transparence sont nécessaires pour s'assurer que les services d'infrastructure (i.e. compensation, règlement/livraison...) sont vendus à un prix adéquat et que les infrastructures ne tirent pas d'avantage de leur position dominante sur ces services pour subventionner les services bancaires qu'ils vendent par ailleurs sur le marché concurrentiel. Ce type de risque n'existe pas pour les intermédiaires, qui fournissent exclusivement des services concurrentiels et qui opèrent depuis toujours dans un environnement fortement compétitif où la justesse des prix est assurée par la liberté de choix des clients.

Ces initiatives peuvent faire avancer l'Europe des services financiers. Mais, elles ne répondent pas à l'ensemble des défis et des enjeux évoqués précédemment. Il faut donc les combiner à une autre approche qui vise à favoriser l'émergence d'acteurs européens et à remédier aux hétérogénéités de transposition nationale des directives.

8

*L'axe visant à favoriser l'émergence de grands acteurs européens de façon à leur permettre se développer à l'échelle non seulement européenne mais mondiale*

C'est ici que les questions de réglementation et de supervision prennent toute leur importance.

L'ensemble des services financiers européens - qu'ils appartiennent à la banque, à l'assurance ou à la gestion d'actifs - sont soumis à une vive concurrence mondiale. Ils sont confrontés à des problèmes communs : rapide évolution des technologies, concentrations croissantes, émergence de nouveaux marchés où s'affirment de nouveaux « géants » de la finance.

Pour construire l'Europe financière, il faut de manière générale favoriser une dynamique d'amélioration de la compétitivité notamment en offrant à l'échelle européenne un statut favorisant les rapprochements entre acteurs quelle que soit leur origine mutualiste, coopérative ou commerciale ; et il faut en particulier que l'Europe s'assure une base solide d'acteurs ayant la vocation de se projeter à l'international ou de renforcer leurs positions en tant qu'institutions globales.

La réglementation et la supervision ont un rôle capital à jouer à cet égard. Bien conçues et appliquées avec cohérence elles peuvent faciliter cette évolution. Trop fragmentées, trop complexes ou trop lourdes, elles peuvent, au contraire, freiner l'internationalisation. Il ne faudrait pas



que les complexités et les fragmentations des systèmes réglementaires et de supervision européens aboutissent à gêner cette nécessaire expansion.

*L'axe législatif visant à remédier aux hétérogénéités de transposition nationale*

La plupart des mesures du Plan d'action pour les services financiers ayant été adoptées avant la mise en œuvre du processus Lamfalussy, ces transpositions ont produit des hétérogénéités entre les droits nationaux. En dépit d'accords politiques conclus à l'échelle européenne pour élaborer les harmonisations nécessaires à l'intégration des marchés, les acteurs sont toujours dans l'impossibilité de tirer profit de leur intégration effective. La pleine harmonisation ciblée et le 26<sup>ème</sup> régime pourraient constituer à cet égard des leviers complémentaires.

Le 26<sup>ème</sup> régime constitue une approche réglementaire complémentaire de nature à remédier aux difficultés rencontrées qui découlent des transpositions nationales. En effet, indépendamment des bénéfices apportés par l'approche Lamfalussy, remédier à ces hétérogénéités demande la mise en œuvre de nouvelles directives et donc des délais significatifs d'au moins 5 ans, délai observé entre la conception et la mise en œuvre au niveau national pour la directive concernant les marchés d'instruments financiers (Markets in Financial Instruments Directive - MIFID) en cours de mise en œuvre. Le 26<sup>ème</sup> régime éviterait l'harmonisation des cadres législatifs domestiques, et autoriserait les acteurs locaux à s'adapter à leur rythme à ces dispositions.

Cette approche mériterait d'être testée en vraie grandeur, par exemple dans le domaine de l'épargne retraite. Il serait préalablement utile, afin de démontrer l'opportunité du 26<sup>ème</sup> régime aux pouvoirs publics européens et nationaux, de répertorier dans le domaine des produits d'épargne retraite, les hétérogénéités qui découlent de la transposition des directives. Le livre blanc de la Commission sur la politique des services financiers 2005-2010 prévoit « une évaluation économique et juridique de toutes les mesures du Plan d'action pour les services financiers (PASF) ». L'évaluation de ces hétérogénéités doit faire partie intégrante de cette étude.

Il s'agirait concrètement ensuite de rassembler dans un règlement européen les accords politiques obtenus dans les différentes directives (directive sur les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle - IRP, vente à distance, 3<sup>ème</sup> directive assurance-vie...). Il conviendrait cependant de prendre soin d'associer étroitement à cette approche les principaux représentants des Commissions des finances des Parlements nationaux, les représentants des consommateurs et des épargnants, car il ne s'agit nullement de les contourner, mais au contraire de s'assurer que les intérêts



nationaux essentiels sont compatibles avec les impératifs de l'harmonisation.

Quelle que soit la méthode d'intégration choisie, il est aussi judicieux de décrire les hétérogénéités des incitations fiscales et d'évaluer l'impact négatif qu'elles produisent sur le chemin de l'intégration ; et de montrer aussi qu'il est possible de préserver l'autonomie fiscale des États membres tout en harmonisant les leviers fiscaux : choix du régime, modes de perception et de calcul des assiettes...

*Élaborer une vision commune des bénéfices de la modernisation des modes d'évaluation des risques*

Les marchés, comme les institutions, changent de jour en jour. L'activité des banques et des assurances se rapproche : ces deux types d'institutions tendent à produire et à vendre certains produits financiers similaires. Les techniques de marché changent aussi : la titrisation est, à cet égard, une méthode de plus en plus utilisée par les grands acteurs financiers pour réduire leurs risques et optimiser leurs fonds propres. Les régulateurs, y compris ceux des assurances, devraient, à mon sens, tenir compte, avec la prudence et la réactivité nécessaires, de ces nouvelles tendances et aider à faire émerger une conception homogène du capital minimum. En effet, la modélisation des risques - qui s'est affinée depuis quelques années - ainsi que la centralisation des fonctions financières devraient permettre une plus grande efficacité de l'appréciation et la gestion des risques ainsi qu'une réduction des capitaux propres improductifs.

Les enjeux économiques liés à l'adoption de modèles internes pour les groupes financiers et leurs clients sont importants. Cette adoption devrait permettre, en effet, de réduire sensiblement les fonds propres et les réserves excédentaires et favoriser leur réaffectation à la consolidation des positions stratégiques des acteurs et/ou au service de nouveaux besoins assuranciers.

À cet égard, l'élaboration de la directive « Solvency II » s'inspire, à l'instar de Bâle II, d'une conception plus économique des risques effectivement encourus et le cas échéant évalués sur la base de modèles internes.

En premier lieu, il est souhaitable que les dispositions standards favorisent l'élargissement des possibilités ouvertes par les techniques avancées de modélisation et d'appréciation des risques effectifs.

Il est souhaitable, par ailleurs, pour ce qui concerne les modalités de validation des modèles internes, que les décideurs politiques retiennent des mécanismes simples pour apprécier la qualité et la pertinence de ceux-ci afin de rationaliser les nouvelles exigences de fonds propres sans les rigidifier inutilement.

L'enjeu est de taille. Quelles sont les modalités qui permettraient une application homogène des exigences réglementaires ? Dans quelle mesure la conception d'un *lead supervisor* est-elle appropriée ? Répond-elle aux problèmes posés en cas de crise de solvabilité et au désir légitime de certains États (dont le système bancaire est largement détenu par des groupes étrangers) d'avoir un droit de regard sur les institutions qui opèrent sur leur territoire ?...

Tout cela mérite réflexion, ouverture d'esprit et climat de confiance entre décideurs politiques, superviseurs et institutions. La clé de cette indispensable confiance réside dans l'élaboration et le partage d'une vision commune des enjeux liés à l'évolution des techniques financières, à la modélisation des risques, aux dispositifs à mettre en œuvre en cas de crise..., tout cela dans un monde de plus en plus globalisé et changeant.

#### *Pour une relance politique de l'Europe financière*

Une initiative politique en matière de stabilité et de régulation financières est devenue nécessaire et urgente.

Eurofi avait proposé en juin dernier qu'une mission mandatée par le Conseil des ministres des Finances de l'Union européenne composée de décideurs publics et de représentants de l'industrie s'engage dans une discussion sans a priori sur ces questions. Souhaitons qu'après une phase de concertation entreprise par les acteurs financiers eux-mêmes en 2007, cette proposition puisse aboutir.

Plus généralement une relance politique de l'intégration de l'Europe des services financiers apparaît indispensable pour transcender les difficultés existantes, accélérer le processus législatif européen et pour lever les barrières techniques et réglementaires. Une prise de conscience des bénéfices tangibles pour les acteurs économiques (entreprises, citoyens, investisseurs) tout comme la clarification des conditions de l'intégration - rôle de la concurrence, mode de gouvernance des infrastructures, normalisation technique, équilibre entre forces de marché et démarches législatives... - constituent des préalables à une telle relance.



## NOTES

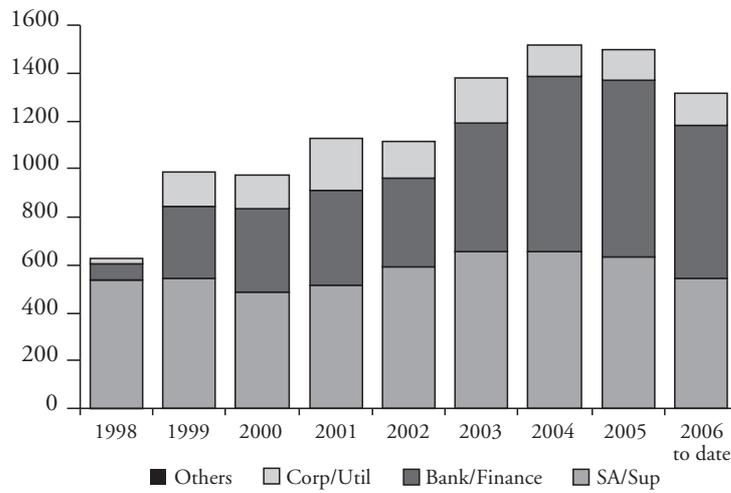
1. En ajoutant à ces émissions « internationales », celles des gouvernements « domestiques » (respectivement de la zone euro et des États-Unis, les chiffres cumulés montrent que le marché en euros dépasse légèrement celui du dollar (depuis 1999 : 9 617 pour l'euro contre 9 313 pour le dollar).
2. En termes de montant moyen par émission, les statistiques montrent qu'en 2006 la moyenne pour l'euro était supérieure à 500 M€ contre 300 M€ pour les émissions en dollars, 400 M€ pour les émissions en livres Sterling. Voir graphique n° 4.
3. Données : l'Observatoire de l'épargne européenne.
4. *Financial Market Trends, Europe vs US 2006*. International Finance Services - London.
5. Les activités *post-trading* sont essentielles pour la compétitivité des marchés financiers en Europe : les coûts (évitablement) liés à la fragmentation de ces infrastructures représentant des montants considérables (2 à 5 Md€ par an selon les études).



ANNEXE

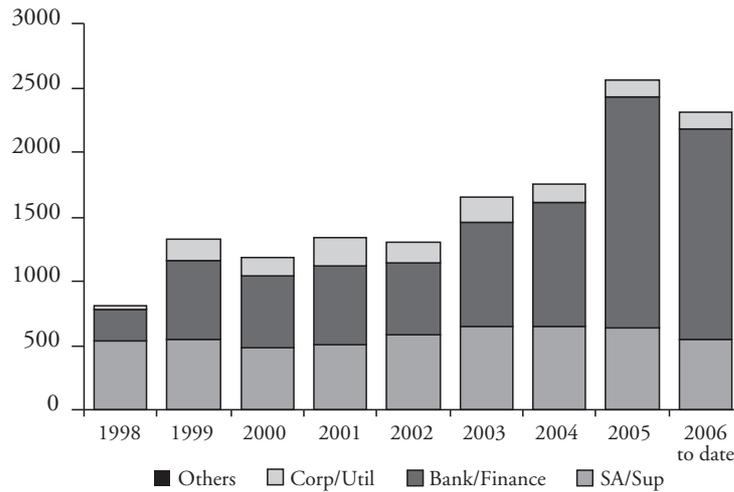
**Graphique n°1**  
**Émissions de bons en euros depuis 1998**

**Sur les marchés internationaux**  
(en M€)



13

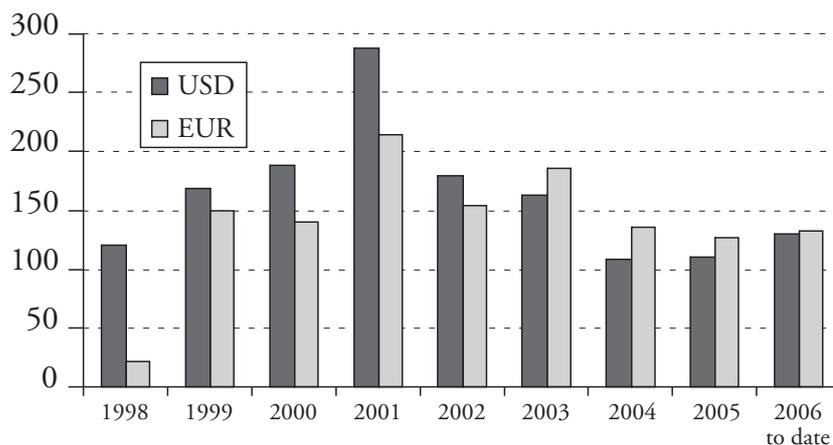
**Sur les marchés domestiques et internationaux**  
(en M€)



Source : Dealogic Bondware.

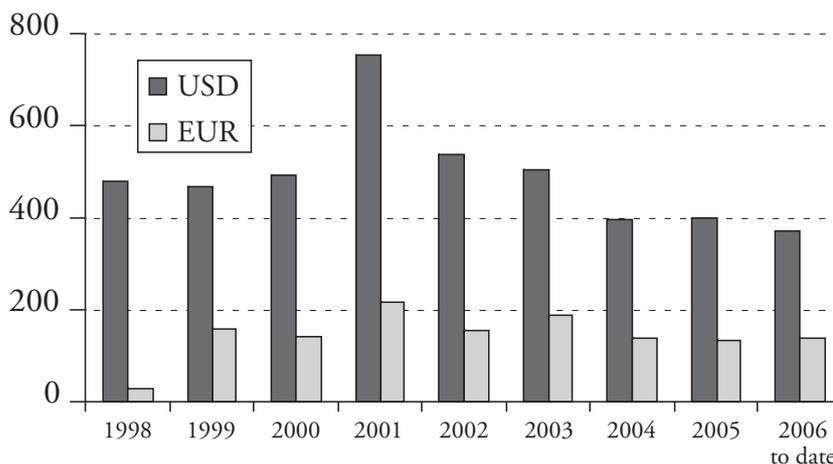
**Graphique n°2**  
**Émissions brutes en euros**

**Sur les marchés internationaux**  
(en Md€, EUR-USD, maturité supérieure à 2 ans)



14

**Sur les marchés domestiques et internationaux**  
(en Md€, EUR-USD, maturité supérieure à 2 ans)



Source : Dealogic Bondware

**Tableau n° 1**  
**Émissions brutes publiques vs privées**  
**Sur les marchés internationaux**  
 (EUR-USD, maturité supérieure à 2 ans)

EUR bn	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 to date
EURO government	518,0	528,7	477,2	500,6	573,1	638,5	633,4	612,0	530,0
Other EUR issues	129,5	410,8	433,9	578,7	513,0	708,9	836,2	873,8	737,8
<b>Total EUR issues</b>	<b>647,5</b>	<b>939,5</b>	<b>911,1</b>	<b>1079,3</b>	<b>1086,0</b>	<b>1347,4</b>	<b>1469,6</b>	<b>1485,8</b>	<b>1267,8</b>
US government	377,0	311,4	263,0	328,7	528,8	566,7	591,5	533,0	422,0
Other USD issues	429,8	716,2	716,2	962,3	786,7	708,7	636,3	645,8	596,0
<b>Total USD issues</b>	<b>806,8</b>	<b>1027,6</b>	<b>979,2</b>	<b>1291,0</b>	<b>1315,4</b>	<b>1275,4</b>	<b>1227,7</b>	<b>1178,8</b>	<b>1018,5</b>

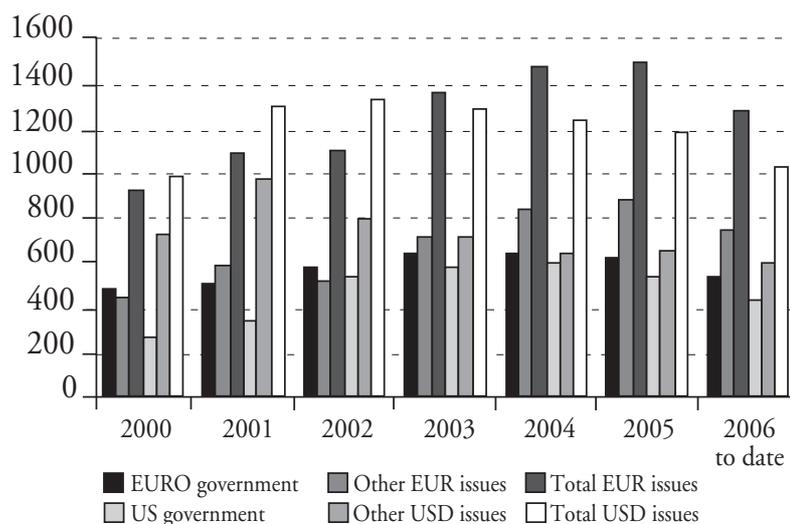
**Sur les marchés domestiques et internationaux**  
 (EUR-USD, maturité supérieure à 2 ans)

EUR bn	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 to date
EURO government	518,0	528,7	477,2	500,6	573,1	638,5	633,4	612,0	530,0
Other EUR issues	663,8	1102,0	1003,8	1141,5	1130,0	1420,3	1478,8	1680,8	1416,1
<b>Total EUR issues</b>	<b>1181,8</b>	<b>1630,7</b>	<b>1481,0</b>	<b>1642,1</b>	<b>1703,1</b>	<b>2058,8</b>	<b>2112,2</b>	<b>2292,8</b>	<b>1946,1</b>
US government	377,0	311,4	263,0	328,7	528,8	566,7	591,5	533,0	422,0
Other USD issues	1621,2	1667,6	1724,1	3080,4	3357,7	3284,4	3124,0	3380,1	2616,3
<b>Total USD issues</b>	<b>1998,2</b>	<b>1979,0</b>	<b>1987,1</b>	<b>3409,1</b>	<b>3886,5</b>	<b>3851,1</b>	<b>3715,5</b>	<b>3913,1</b>	<b>3038,3</b>

Source : BNP Paribas, Bondware.

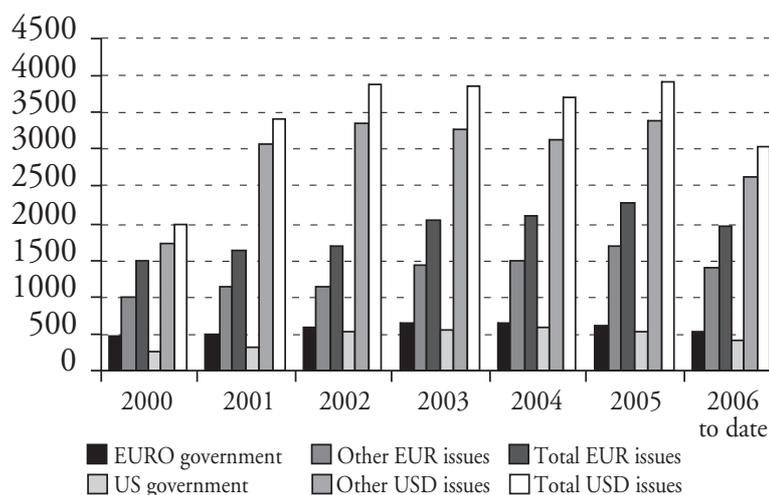
### Graphique n°3 Émissions brutes en euros, publiques et privées

Sur les marchés internationaux uniquement  
(EUR-USD, maturité supérieure à 2 ans)



16

Sur les marchés domestiques et internationaux  
(EUR-USD, maturité supérieure à 2 ans)



Source : Dealogic Bondware, BNP Paribas.

**Tableau n° 2**  
**Émissions internationales nettes de titres de dette (y compris le marché monétaire) par devise et par pays**  
 (en % du total mondial)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Europe</b>							
Euro	57,0	78,2	82,0	90,0	85,7	84,1	83,2
Dollar	25,9	9,1	7,3	7,8	10,2	7,3	7,2
Yen	3,0	1,0	-0,3	-3,5	-1,3	0,4	0,8
Other	14,0	11,7	11,1	5,7	5,4	8,3	8,8
<b>North America</b>							
Euro	10,4	9,6	10,4	11,5	15,9	21,9	16,0
Dollar	83,6	89,7	84,9	84,6	78,7	60,4	80,1
Yen	1,3	-2,7	3,1	-1,8	0,5	2,2	2,4
Other	4,7	3,4	1,7	5,7	5,0	15,5	1,4
<b>Others</b>							
Euro	21,7	41,8	11,4	7,9	31,0	39,7	38,3
Dollar	74,9	58,3	87,7	10,8	37,7	33,1	27,4
Yen	-14,5	-13,5	0,1	73,5	3,2	3,5	-2,2
Other	17,8	13,4	0,9	7,9	28,0	23,7	36,6
<b>Total</b>							
Euro	32,9	47,7	44,3	30,8	57,5	59,4	58,3
Dollar	60,2	44,4	48,4	24,7	30,8	24,1	22,6
Yen	-3,9	-0,6	1,2	37,9	0,3	1,8	-0,2
Other	10,8	8,5	6,1	6,6	11,5	14,8	19,4

Source : BIS Quarterly Review, December 2005.

**Tableau n° 3**  
**Émissions nettes, émissions brutes et exceptionnelles**  
**sur les marchés obligataires internationaux**  
(en % du total mondial)

	Net Issuance							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Q1-06
Dollar	46,8	50,7	49,4	43,2	32,1	23,9	26,4	34,2
Euro	45,9	39,0	43,7	49,1	56,3	59,6	54,9	49,6
Yen	-0,7	1,1	1,3	1,7	0,3	1,7	0,2	-0,3
Other	8,0	9,2	5,6	6,0	11,3	14,8	18,5	16,5

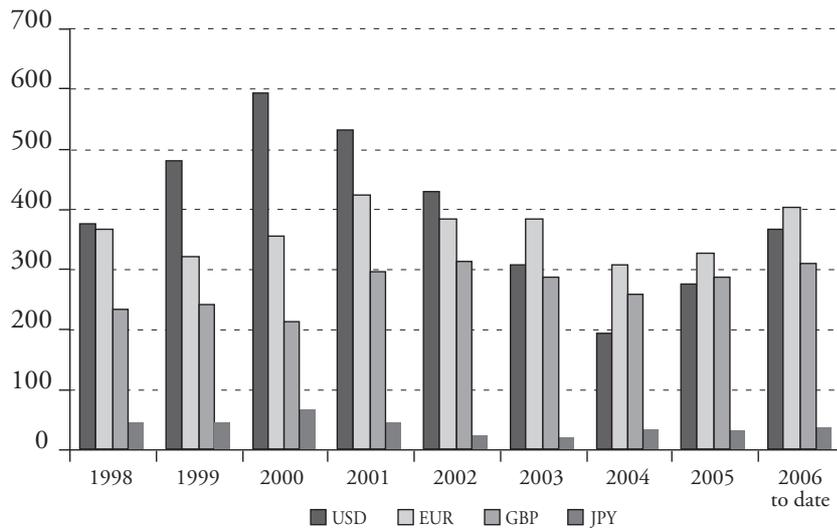
	Gross Issuance							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Q1-06
Dollar	43,9	46,5	49,1	46,9	40,6	34,8	34,3	37,3
Euro	38,4	34,1	36,5	38,4	44,6	48,5	47,9	46,5
Yen	6,7	7,6	5,4	4,2	3,6	3,4	3,0	2,0
Other	11,0	11,8	9,0	10,5	11,2	13,3	14,8	14,2

	Outstanding							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Q1-06
Dollar	47,0	49,1	50,8	46,2	40,5	36,9	38,5	37,8
Euro	28,8	30,2	32,2	37,5	43,5	46,8	45,2	46,0
Yen	10,4	8,3	5,8	4,9	4,4	4,0	3,4	3,2
Other	13,7	12,4	11,2	11,3	11,6	12,3	12,9	13,0

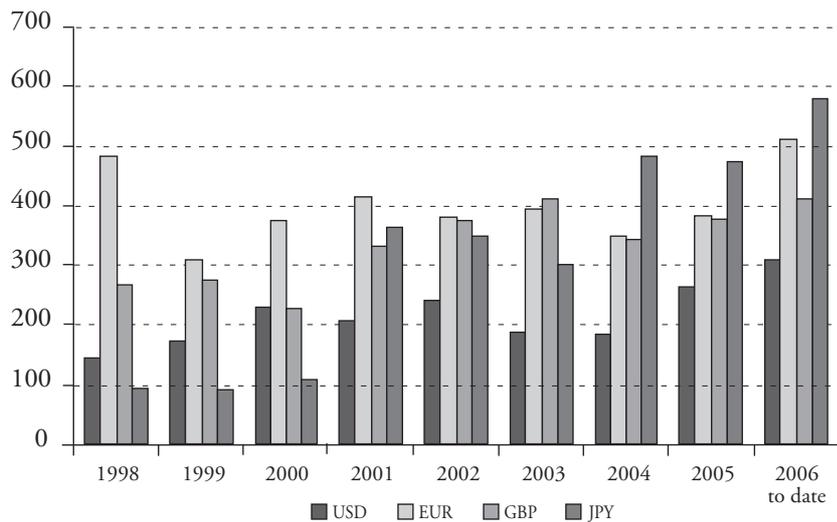
Source : BIS, Octobre 2006.

**Graphique n°4**  
**Taille moyenne des émissions par devise**

**Sur les marchés internationaux uniquement**  
(en M€)



**Sur les marchés internationaux et domestiques**  
(en M€)



Source : Dealogic Bondware.

**Tableau n°4  
Capitalisation boursière**

**Capitalisation boursière moyenne en pourcentage  
du total mondial**

	World	USA	Euro zone	Japan
2002	100,00	47,5	16,1	10,4
2003	100,00	46,2	16,1	10,5
2004	100,00	43,7	16,4	11,2

**Capitalisation boursière moyenne en pourcentage  
du PIB nominal par pays**

	World	USA	Euro zone	Japan
2002	67,9	99,4	53,2	57,1
2003	61,8	94,0	44,0	54,5
2004	70,6	105,3	49,9	68,0

Source : BNP Paribas.