

L'IMPACT DE L'UME SUR LES MARCHÉS FINANCIERS EUROPÉENS

ERNST-LUDWIG VON THADDEN*

On peut penser que l'Union monétaire européenne (UME) est l'événement le plus important qui ait affecté les marchés financiers internationaux depuis l'effondrement du système de taux de change fixe instauré à Bretton Woods. L'UME lance un défi au dollar en tant qu'il est la devise la plus utilisée dans le monde. Elle ouvre aussi la voie à la création du plus grand marché financier de la planète. Cependant, la monnaie unique est une condition nécessaire mais non suffisante à l'émergence d'un marché des capitaux à l'échelle de toute l'Europe. Plusieurs autres préalables doivent être réunis et il est vraisemblable que l'évolution de la finance mondiale postérieurement à l'avènement de l'UME se caractérisera par la possibilité d'équilibres multiples. Un an après la fondation de l'UME, ce rapport examine les premiers indices permettant de jauger les performances et pressentir l'évolution future des marchés de capitaux en Europe.

Nonobstant la baisse de l'euro sur les marchés des changes, dont on a tant parlé alors qu'elle est aussi révélatrice d'un problème du dollar, le bilan est très positif. Dans presque tous les domaines, l'UME a d'ores et déjà bouleversé le paysage financier de l'Europe ou peut le faire à l'avenir.

Quoique plusieurs facteurs à court terme aient joué un rôle, notamment l'effet de rattrapage consécutif à la double crise de la suspension des remboursements de la Russie sur sa dette souveraine et la déconfiture de LTCM à l'automne 1998 ou l'achat de titres nouvellement émis sur le marché de l'euro, qui ne jouera qu'une fois, l'euro apparaît de toute évidence comme le principal ressort de la transformation remarquable que les marchés de capitaux européens ont accomplie en 1998 et 1999. Un marché des obligations du secteur privé

* DEEP, Université de Lausanne et CEPR.

Ce rapport est le fruit d'un ouvrage rédigé conjointement avec Jean-Pierre Danthine et Francesco Giavazzi, *European Financial Markets after EMU: A First Assessment (Les marchés financiers après l'UME : un premier état des lieux)*, auquel nous renvoyons le lecteur pour les données et la bibliographie.

en euros a été créé qui, dès 1999, a absorbé plus d'émissions que celui des obligations en dollars. Les émissions primaires d'actions européennes ont atteint un niveau sans précédent, si bien que des marchés créés de toutes pièces tels que le Neuer Markt en Allemagne ou le Nuovo Mercato en Italie ont acquis un statut éminent parmi les Bourses internationales. Des indices européens ont été créés. Les investisseurs commencent à organiser l'allocation de portefeuille dans un cadre sectoriel et européen au lieu de se cantonner dans un pays donné (encore qu'il soit trop tôt pour affirmer si l'euro a réellement amené les détenteurs d'actions à modifier sensiblement leur comportement). Non seulement la Bourse germano-suisse Eurex, fondée en 1998, a rattrapé les autres grands marchés, mais à la fin de 1999 elle avait largement distancé le Chicago Board of Trade, de telle sorte qu'elle était devenue le premier marché mondial de produits dérivés. Le système de règlement européen TARGET est une réussite et, même pendant les mois qui ont suivi l'entrée en vigueur de l'UME, les flux de liquidités ont circulé sans trop de difficulté d'un pays membre à l'autre. Dans toute l'Europe, les banques fusionnent ou nouent des alliances à une échelle sans précédent, si bien que l'environnement bancaire national accomplit une mue complète et que des sociétés et réseaux internationaux se créent. Les fusions transfrontalières se multiplient dans toutes les branches, à telle enseigne que le volume des fusions et acquisitions atteint un niveau record en Europe.

94

Nous arguons dans ce rapport que cette évolution était en partie prévisible à cause de ce que j'appellerai les effets directs de l'euro. Ses éventuelles répercussions moins immédiates, dont certaines sont évoquées plus bas, étaient cependant nettement plus hypothétiques. Elles se sont produites parce que les intervenants des marchés ont vu dans la création de la monnaie unique le signal d'un changement du marché financier européen et qu'ils ont coordonné leurs anticipations en conséquence. Les décideurs politiques, les autorités investies du pouvoir réglementaire et celles qui sont chargées d'une mission de contrôle devront veiller à ne pas décevoir ces attentes.

LES MARCHÉS FINANCIERS MONDIAUX AVANT L'UME

Il n'est pas inutile de rappeler quelques chiffres sur les marchés financiers mondiaux avant l'avènement de l'UME pour fournir un critère de comparaison. Le tableau n°1 montre que, en 1995, la valeur totale des actions, obligations et actifs bancaires des 11 États membres de l'UME était de 21 084 Md\$, soit presque autant que le chiffre observé aux États-Unis (22 865 Md\$). C'est à cause des actifs bancaires qu'elle est aussi élevée en Europe ; la taille du marché obligataire des États-Unis était supérieure de 57 % à celle de son homologue européen

et la capitalisation boursière des États-Unis dépassait celle des 11 pays membres de l'UME de 224 %. En revanche, le marché obligataire des 11 pays membres de l'UME avait un volume supérieur de 31 % à celui du Japon et la Bourse de Tokyo affichait une capitalisation nettement plus importante que celle de ces 11 pays, avec un écart de 73 % en sa faveur.

Tableau n°1
Comparaison des marchés de capitaux internationaux en 1995 (Md\$)

	PIB	Capitalisation boursière	Actifs bancaires	Titres de dette			Total des actifs*
				Privés	Publics	Total	
UE à 11	6 804	2 119	11 972	3 084	3 910	6 993	21 084
Danemark	173	56	156	188	142	330	542
Suède	229	178	203	186	233	419	800
Grande - Bretagne	1 106	1 408	2 424	396	430	826	4 658
États-Unis	7 254	6 858	5 000	4 295	6 712	11 008	22 865
Canada	566	366	516	93	589	682	1 565
Japon	5 114	3 667	7 382	1 876	3 450	5 326	16 375

95

Remarque : total des actifs = Capitalisation boursière + Actifs bancaires + Titres de dette

Le volume des transactions sur les Bourses américaines était beaucoup plus étoffé que sur les places européennes, ce qui est logique compte tenu de leur capitalisation respective. En 1996, le volume des échanges sur la seule Bourse de New York (New York Stock Exchange - NYSE) dépassait de 134 % celui de l'ensemble des Bourses des 11 pays de l'UME, et de 40 % celui de toutes les Places de l'UE (y compris Londres). En 1997, 456 Md\$ de prêts bancaires internationaux ont été effectués en dollars, contre 251 Md\$ pour les monnaies auxquelles l'euro a succédé. Cette même année, 329 Md\$ d'obligations en dollars ont été émises dans le monde alors que celles qui étaient libellées dans les monnaies de la zone euro se chiffraient à 135 Md\$, et le total des émissions aux États-Unis s'établissait à 175 Md\$.

Ces indicateurs, et d'autres encore, montrent que, au milieu de la décennie 1990, globalement et excepté pour les actifs bancaires, les marchés de capitaux des États-Unis étaient sensiblement plus grands que ceux de l'Europe et le dollar était la première monnaie internationale.

EFFETS DIRECTS DE L'UME

On peut distinguer cinq types d'effets directs de l'Union monétaire européenne, qui sont similaires à ceux que la Commission de Bruxelles a énoncés dans son célèbre rapport datant de 1990 et intitulé *One Market, One Money (marché unique, monnaie unique)*. Comme le montre le rapport Ceccini, certains d'entre eux sont relativement aisés à estimer, d'autres plus ardues à cerner.

- Standardisation et transparence des cours. Les gains directs résultent, pour l'essentiel, du temps économisé parce qu'il n'est plus nécessaire de comparer ou afficher les prix dans plusieurs monnaies et que les acteurs du marché, dont l'information était imparfaite, effectuaient des transactions non optimales qui détruisaient de la valeur.

- Élimination du risque de change à l'intérieur de l'Europe. Bien que la volatilité des taux de change se soit réduite à partir du milieu de la décennie 1990 entre les monnaies de quelques États membres du SME, de telle sorte qu'elle était devenue très faible à l'approche de l'UME, le risque de change était, même dans les années 1990, une composante importante du risque de marché en Europe. Il s'est atténué au fil de la décennie, si bien qu'il était devenu quantitativement beaucoup plus faible que celui par rapport aux devises des États ne faisant pas partie de l'UME (et notamment par rapport au dollar des États-Unis).

96

- Suppression de la réglementation sur les investissements en devises. Malgré la deuxième Directive de la Commission européenne sur les Banques et les services d'investissement, plusieurs obstacles à la circulation des capitaux en Europe existent encore. L'UME a, *de facto*, éliminé l'un des plus importants obstacles, en l'occurrence les restrictions sur les actifs en monnaie étrangère détenus par les fonds de pension et compagnies d'assurance-vie, au moins dans les États membres de l'UME. Les indices en notre possession révèlent cependant que, au début des années 1990, la règle dite des 80 % n'était généralement pas obligatoire, ce qui suggère que l'introduction de l'euro n'a pas automatiquement provoqué un changement de l'allocation de portefeuille des investisseurs institutionnels.

- Unification des possibilités de refinancement des banques dans tous les États adhérant à l'UME. Depuis janvier 1999, les divers systèmes nationaux de refinancement des banques ont été remplacés par un mécanisme unique. Dorénavant, les banques de toute l'UME sont alimentées en liquidités par la Banque centrale européenne au moyen de transactions inverses hebdomadaires qui sont exécutées par les banques centrales nationales dans le cadre d'appels d'offres standard.

- Rétrécissement du marché des changes. Le volume des transactions quotidiennes sur le marché des changes qui portaient sur les monnaies des États participant à l'UME était, en moyenne, de 125 Md\$ en 1998,

ce qui représentait approximativement 6,3 % du volume total des transactions dans l'ensemble du globe. Ce volume d'échanges a tout simplement disparu dans la nuit du 31 décembre 1998 au 1^{er} janvier 1999. Cependant, entre 1995 et 1998, le montant total des opérations de change entre pays candidats à l'UME était déjà tombé de 201 Md\$ à 125 Md\$, probablement parce que l'euro rendait la spéculation plus difficile et qu'il était moins nécessaire de recourir à des opérations de couverture pour s'en prémunir. Cependant, comme les opérations portant uniquement sur des monnaies européennes qui étaient effectuées par les détenteurs de dollars ont aussi disparu, la déperdition directe des opérations sur les changes est probablement très supérieure à ces 201 Md\$, qui représentent 13 % de l'ensemble des transactions dans le monde. Quoique cette contraction du volume des échanges se traduise par une perte de recettes pour les banques, elle est bien entendu un gain pour l'ensemble de l'économie.

EFFETS INDIRECTS DE L'UME

La théorie prédit que les conséquences directes de la monnaie unique énumérées ci-dessus s'accompagnent le plus souvent d'effets induits supplémentaires qui peuvent être plus grands que les effets directs sur le plan quantitatif tout en étant plus délicats à cerner. Dans ce rapport, nous passons brièvement en revue cinq catégories différentes d'effets indirects : le coût des transactions transnationales à l'intérieur de la zone euro, les liquidités dont disposent les établissements financiers dans tous les pays qui en font partie, la diversité et la capacité des marchés financiers européens et les changements au sein du secteur bancaire qui ont été hâtés par l'UME.

97

Frais de transaction

À part la diminution des frais de transaction qui résulte directement du renforcement de la transparence, la monnaie unique n'a guère affecté le coût des transactions à l'intérieur de la zone euro. Elle a néanmoins rendu plus visibles, aux yeux des acteurs du marché comme des décideurs politiques, les obstacles aux échanges à travers les frontières des pays membres de l'UME et les rigidités qui en résultent. En Europe, les paiements et le règlement de valeurs mobilières à travers les frontières coûtent plus cher, prennent plus de temps, sont plus risqués et moins standardisés que ceux à l'intérieur d'un pays.

Il ressort par exemple d'une enquête récente de la Banque centrale européenne que les frais acquittés par la clientèle pour un virement national excèdent rarement 0,10 à 0,15, alors qu'ils varient de 3,5 à 26 pour les transactions de faible montant à l'intérieur de la zone euro et de 31 à 400 pour celles portant sur un montant élevé, les banques allant

même, dans certains pays, jusqu'à ajouter des frais supplémentaires motivés, par exemple, par leurs obligations de déclaration pour la balance des paiements. Le délai pour qu'un paiement parvienne à son destinataire, s'il est effectué au moyen d'un virement national, ne fait même pas la moitié de celui qui est requis pour un virement transfrontalier et les disparités d'un pays à l'autre sont considérables. Au surplus, la zone euro utilise 18 systèmes pour les virements de gros montant (contre 2 seulement pour les États-Unis), 23 systèmes pour le règlement des valeurs mobilières (3 aux États-Unis) et 13 pour les paiements de faible montant (3 aux États-Unis). Les différences entre la fiscalité, la législation et les normes comptables des pays membres créent d'autres obstacles, au demeurant bien connus.

L'UME appelle plus instamment les décideurs politiques à résoudre ces problèmes. La création des systèmes de règlement pour les transactions de gros montant mis en place par le Système européen des banques centrales et l'Association européenne des banques, TARGET et EURO1, et l'entrée en vigueur, en août 1999, de la Directive de l'UE n° 97/5/CE de janvier 1997 sur les virements transfrontières sont les mesures les plus visibles qui aient été prises en ce sens. Cependant, l'espoir exprimé à plusieurs reprises par la Banque centrale européenne que la profession « réalise des avancées considérables dans ce domaine (à savoir les systèmes de paiement transfrontaliers) à très bref délai » (*Bulletin mensuel*, juin 1999) semble trop optimiste à cause des difficultés de coordination inhérentes à l'existence de standards concurrents pour les paiements.

98

Distribution de liquidités et marché interbancaire dans la zone euro

L'unification des possibilités de refinancement des banques par la Banque centrale depuis que l'UME est entrée en vigueur devrait aider indirectement à garantir l'égalité des conditions de concurrence entre les établissements financiers et à égaliser leur coût du capital dans toute l'Europe. Cependant, en pratique, l'accès aux facilités de refinancement demeure inégal et la redistribution de liquidités par le marché secondaire est imparfaite. Cette carence a son importance parce que la distribution de liquidités au moyen des adjudications du Système de banques centrales européen est nécessairement imparfaite, d'autant plus que les procédures de fonctionnement de ce système reposant sur les anciennes infrastructures monétaires des divers États sont décentralisées.

Bien que, en 1999, l'écart entre les taux offerts et demandés pour l'argent au jour le jour sur le marché interbancaire ait tendu à se creuser par rapport à 1998 dans la plupart des pays membres de l'UME (pour des raisons qui ne sont pas entièrement claires), le marché monétaire sur

lequel sont négociés des instruments non garantis semble avoir relativement bien fonctionné depuis le lancement de l'UME (ce qui s'explique aussi par le succès relatif de TARGET). Il semble plutôt que toutes difficultés rencontrées dans la distribution de liquidités en Europe soient imputables à des imperfections du marché des prises en pension transfrontières. D'une part, le taux des prises en pension pour l'argent au jour le jour a presque achevé sa convergence dans la zone euro en 1999, ce qui tendrait à prouver que le système marche suffisamment bien pour que les opérations d'arbitrage éliminent les différentiels de prix. D'autre part, le marché interbancaire est demeuré très fragmenté, même au début de l'an 2000, et il conserve une organisation nationale ; or, ce système n'a pas été gravement menacé en 1999, si bien qu'il n'a pas été nécessaire d'organiser des mouvements de fonds garantis portant sur des sommes importantes à travers les frontières. C'est pourquoi le principal problème des marchés des prises en pension dans les pays membres de l'UME, à savoir l'absence d'un système efficient de liens entre les mécanismes nationaux servant au règlement des titres, requiert encore l'attention des décideurs politiques comme des intervenants des marchés.

Il est peu probable que la solution pragmatique adoptée provisoirement par l'Eurosystème pour régler ce problème, le Système des banques centrales correspondantes (Correspondent Central Banking Model - CCBM), puisse aisément être améliorée parce qu'elle n'est ni automatisée, ni directe et ne fonctionne pas en temps réel. Par ailleurs, l'émergence de systèmes centralisés concurrents ou l'amélioration des liens entre des systèmes partiels peuvent engendrer des difficultés de coordination analogues à celle qui ont été décrites plus haut pour les systèmes de paiement.

99

Capacité du marché de capitaux

Nonobstant la question des frais de transaction restants, l'UME, en éliminant le risque de change, expose les opérateurs de marché négociant des actifs étrangers libellés en euros à un risque identique à celui des opérateurs nationaux. Cette caractéristique, jointe à la transparence accrue qui résulte de la monnaie unique, a levé beaucoup d'obstacles à la négociation de tels actifs. En ce sens, l'UME a conforté l'offre pour tous les actifs négociés dans la zone euro, ce qui revient à dire qu'elle a augmenté la capacité du marché. Dans la mesure où l'augmentation de capacité d'un marché suscite effectivement un gonflement des transactions, la monnaie unique a donc réduit le risque de liquidité.

Mais l'une des caractéristiques les plus importantes des marchés comportant des frais de transaction et un risque de liquidité est la

possibilité d'équilibres multiples. La capacité de ces marchés est endogène et la formation de cercles vertueux, dans lesquels un volume élevé de transactions a pour corollaire un risque de liquidité faible, est tout aussi probable que celle de cercles vicieux, où un marché peu animé comporte un risque de liquidité élevé. C'est pourquoi il importe, lorsque l'on évalue l'incidence de l'euro sur la liquidité, non seulement de faire la sommation des divers marchés nationaux qui existaient avant l'avènement de la monnaie unique, mais aussi de jauger le lien entre les cours, le volume des transactions, le nombre et la taille des intervenants du marché et les frais de transactions qui y sont pratiqués depuis l'entrée en vigueur de l'UME.

Une telle analyse n'entre pas dans le champ de ce rapport. Cependant, il apparaît à l'issue d'un examen préliminaire et incomplet des données disponibles que la capacité des marchés s'est effectivement accrue dans des proportions considérables même si l'intégration du marché des obligations publiques peut encore être poussée plus loin. Les marchés des obligations privées et des émissions primaires d'actions se sont intégrés et développés à une vitesse et à un point tels que l'on peut parler d'un changement d'équilibre, les marchés secondaires d'actions se situant à peu près à mi-chemin entre les deux extrêmes.

100

Ces affirmations sont corroborées par l'examen du marché obligataire. Les marchés d'obligations publiques de la zone euro ne peuvent pas beaucoup se développer dans un avenir prévisible à cause des restrictions sur l'endettement des États qui ont été imposées par le « Pacte de stabilité et de croissance » de 1996. Cependant, une conséquence indirecte notable de l'UME est le degré assez poussé de l'homogénéisation des marchés de la dette publique qui a été atteint depuis son entrée en vigueur. Depuis que, comme cela était prévisible, les États membres de l'UME ont décidé de libeller tous leurs emprunts en euros à partir de janvier 1999 (ce qui n'aurait pas été suffisant pour donner naissance à un marché suffisamment grand pour rivaliser avec ceux des États-Unis ou du Japon), les mesures les plus importantes qui ont été adoptées dans ce domaine sont le passage à l'euro pour l'encours des obligations d'État fongibles et l'homogénéisation des conventions régissant les émissions obligataires (notamment pour ce qui a trait au calcul du nombre de jours).

Cependant, les pratiques des émetteurs ne sont pas encore totalement harmonisées, moyennant quoi le marché des obligations du secteur public n'est pas parfaitement intégré. En fait, quoique la courbe des rendements ait nettement convergé dans tous les pays membres, les obligations des divers États de la zone euro ne sont pas encore parfaitement substituables, comme le montre l'évolution des taux d'intérêt sur les obligations d'État qui est retracée dans le tableau n°2.

On pourrait supposer qu'une partie du différentiel de taux d'intérêt indiqué dans le tableau n°2 est imputable aux disparités affectant le risque sous l'angle fondamental. Mais le tableau n°2 montre qu'un léger différentiel de rendement existe entre les pays les mieux notés, et même qu'il n'évolue pas de la même manière sur les différents segments de la courbe des taux d'intérêt. Ces disparités s'expliquent essentiellement par la liquidité. En effet, les marchés considèrent traditionnellement que les obligations du secteur public émises par l'Allemagne comportent un risque de liquidité plus faible que celles des autres pays, sauf pour les échéances les plus courtes, qui sont ordinairement plus liquides en France et parfois en Italie. Ce constat est dû pour partie au volume considérable des émissions et pour partie à la liquidité des contrats à terme sur la dette à long terme de l'Allemagne. Compte tenu de la disparition du risque de change, du fait que les caractéristiques des titres des plus grands émetteurs sont fondamentalement identiques et de l'utilisation généralisée du contrat à terme sur les obligations allemandes à dix ans pour l'ensemble des obligations à long terme de toute l'Europe, il semble que le marché ait atteint l'équilibre décrit plus haut : comme la rémunération procurée par les différents emprunts souverains n'est pas identique, le marché de ces titres est par définition éclaté, ce qui signifie que le risque de liquidité est plus grand sur les segments les plus étroits, d'où des rendements différenciés, ce qui crée un cercle vicieux.

101

Tableau n°2
Rendement des emprunts d'État fongibles
dans certains pays en 1998-1999

Tableau n°2a
Obligations à 2 ans

	01.08.98	01.10.98	01.12.98	01.02.99	01.04.99	01.06.99	01.08.99	01.10.99	01.12.99
Allemagne	3,887	3,297	3,257	2,886	2,845	2,841	3,479	3,765	3,986
Autriche	4,077	3,483	3,479	3,041	2,957	2,984	3,675	3,737	4,300
Belgique	4,017	3,436	3,351	2,955	2,944	2,851	3,408	3,607	<i>3,947</i>
France	3,997	3,405	3,306	2,934	2,857	2,928	3,466	3,747	4,113
Irlande	4,508	3,563	3,355	2,959	2,884	3,009	3,52	3,911	3,979
Italie	4,342	3,753	3,463	3,011	3,007	2,971	3,711	3,913	4,127
Pays-Bas	3,97	3,477	3,37	2,95	2,951	2,925	3,483	3,904	4,192
Espagne	4,127	3,525	3,304	2,899	2,86	<i>2,806</i>	<i>3,364</i>	<i>3,507</i>	4,200
max-min	0,621	0,456	0,222	0,155	0,162	0,178	0,347	0,406	0,353
Max-min1	0,19	0,186	0,222	0,155	0,112	0,143	0,109	0,167	0,314
Royaume-Uni	6,697	5,442	5,213	4,784	4,807	5,191	5,786	6,227	6,219
États-Unis	5,464	4,146	4,429	4,642	4,988	5,514	5,605	5,705	6,018

Tableau n°2b
Obligations à 10 ans

	01.08.98	01.10.98	01.12.98	01.02.99	01.04.99	01.06.99	01.08.99	01.10.99	01.12.99
Allemagne	<i>4,617</i>	<i>3,791</i>	<i>3,94</i>	<i>3,644</i>	<i>3,982</i>	<i>4,173</i>	4,939	<i>5,14</i>	<i>5,136</i>
Autriche	4,768	4,088	4,154	3,826	4,147	4,355	5,144	5,357	5,351
Belgique	4,831	4,096	4,191	3,9	4,228	4,462	5,212	5,453	5,389
France	4,724	3,968	4	3,747	4,101	4,333	<i>4,864</i>	5,225	5,304
Irlande	4,862	4,1	4,122	3,844	4,053	4,284	4,986	5,388	5,269
Italie	4,927	4,304	4,18	3,901	4,235	4,505	5,187	5,408	5,351
Pays-Bas	4,704	3,942	4,022	3,785	4,118	4,375	5,02	5,316	5,245
Espagne	4,892	4,246	4,212	3,911	4,287	4,478	5,175	5,371	5,355
max-min	0,31	0,513	0,272	0,267	0,305	0,332	0,348	0,313	0,253
max-min1	0,151	0,297	0,214	0,182	0,165	0,202	0,28	0,217	0,215
Royaume-Uni	5,7	4,623	4,64	4,184	4,522	4,895	5,271	5,741	5,227
États-Unis	5,447	4,299	4,661	4,746	5,281	5,764	5,909	5,988	6,205

Remarques : chiffres en caractères gras et ombrés de sombre Figures = maximum ; chiffres en italique et ombrés de clair = minimum. Max-min = différence entre le rendement le plus et le moins élevé ; max-min1: différence entre le rendement le plus et le moins élevé dans les pays notés AAA (Allemagne, Autriche, France et Pays-Bas).

102

Au vu de ce raisonnement, il se peut, à l'avenir et sans que des mesures politiques très importantes soient requises, que le marché des obligations d'État de l'Allemagne, de la France, des Pays-Bas, de l'Autriche et du Luxembourg migre d'un équilibre vers un autre pour se transformer en un marché unique et totalement intégré à cause du changement de perception des marchés.

De fait, si les investisseurs institutionnels continuent, comme on le constate depuis quelque temps, à ne plus tenir compte du risque fondamental et à segmenter le marché selon le seul critère de la liquidité (l'Allemagne formant une classe à part et précédant la France et l'Italie qui constituent un groupe intermédiaire devant les autres pays), il pourrait suffire d'une coordination un peu plus poussée de la gestion de la dette publique des États membres de l'UME pour créer un marché de la dette publique qui soit à la fois très liquide et parfaitement intégré. Dans la perspective de cet équilibre multiple, les progrès de la coordination pourraient être très largement récompensés.

Les données disponibles au sujet du marché des obligations privées, qui remontent à 1999, suggèrent qu'un potentiel considérable existe et mettent en lumière un changement fondamental de comportement du marché. Alors que dans la zone euro, jusqu'en 1998, les entreprises, à l'exception des plus grandes, ne distribuaient leurs obligations que dans leur propre pays, les grandes émissions menées à bien en 1999 ont été

vendues dans toute l'Europe, à telle enseigne que la plupart des intervenants du marché s'en sont étonnés.

En outre, à la différence de ce que l'on constate sur le marché des obligations du secteur public en Europe, celui des obligations du secteur privé est devenu plus liquide, ce qui tient aussi à l'expansion de l'offre. L'explosion des fusions et acquisitions en Europe, qui se nourrit de la libéralisation de plusieurs branches clefs dans différents pays, a joué un rôle décisif. Le tableau n°3 donne un aperçu de ce phénomène. Il montre en particulier que les émissions nettes d'obligations en euros dans l'ensemble du globe ont dépassé celles en dollars de 11 % en 1999 alors qu'elles ne représentaient que 54 % du total des émissions en dollars un an plus tôt et moins encore les années précédentes.

Ce tableau montre aussi que l'explosion de l'euro (par comparaison avec la situation prévalant avant l'UME pour les titres libellés dans les monnaies des États membres) est essentiellement imputable au bond des émissions en Europe, qui ont plus que doublé. Malgré un certain effet de rattrapage après la crise de l'automne 1998 et un rééquilibrage passager des portefeuilles au début de 1999, ces chiffres mettent en évidence une rupture dans le comportement du marché obligataire consécutive au lancement de l'euro.

103

Tableau n°3 :
Émission nette de titres de dette internationaux par monnaie
et par région de résidence *

		1998	1999
Europe	Dollar des États-Unis	68,6	32,8
	Euro	156,5	425,8
	Total	254,0	536,1
Amérique du Nord	Dollar des États-Unis	257,2	383,8
	Euro	24,8	34,8
	Total	296,9	425,8
Autres	Dollar des États-Unis	83,7	53,5
	Euro	39,9	61,8
	Total	127,6	123,5
Total	Dollar des États-Unis	409,4	470,1
	Euro	221,3	522,3
	Ensemble des monnaies	678,5	1085,4

* En milliards de dollars des États-Unis. Les statistiques sur les obligations internationales concernent les flux uniquement ; celles sur les obligations et instruments du marché monétaire concernent la variation de l'encours.

Diversification

Le deuxième grand avantage découlant de l'augmentation de la taille du marché réside dans le fait qu'il devient plus aisé de diversifier ses actifs. En théorie, la diminution des coûts et des risques inhérents aux transactions transfrontières permet aux détenteurs de capitaux de mieux diversifier le risque fondamental de leurs avoirs et de rééquilibrer leur portefeuille vers des actifs qui auparavant étaient trop coûteux sous l'angle du couple risque-rentabilité au regard de la théorie classique des portefeuilles, le plus souvent en faisant une plus large place aux actifs étrangers. La faille de cet argument théorique est que chacun sait qu'il en a une. Comme on l'a vu à de multiples reprises dans les années 1980 et au début des années 1990, la part des actions étrangères dans le portefeuille d'actions des investisseurs nationaux est traditionnellement trop faible pour se concilier avec le modèle standard de la gestion de portefeuille (c'est ce qu'on appelle l'énigme de la préférence des investisseurs pour leur marché national).

104

Il est tentant, et peut-être plus plausible, de soutenir au contraire que le biais historique des investisseurs en actions au profit de leur marché national viendrait plutôt de la difficulté pour les investisseurs nationaux d'évaluer des titres étrangers. De ce point de vue, le manque de transparence et les occasions d'effectuer des arbitrages sur les actions des sociétés d'Europe continentale, de même que l'aversion traditionnelle des investisseurs européens pour les actions, expliquent l'étroitesse des flux d'actions à destination et au départ de l'Europe jusqu'aux années 1990, alors que l'atténuation de ces deux caractéristiques pendant cette même décennie explique l'augmentation observée des flux d'actions. Il s'ensuivrait que l'UME favorise l'intégration des marchés non pas en éliminant le risque de change, mais en améliorant les flux d'informations et en réorientant les méthodes classiques d'allocation d'actifs internationale, qui raisonnent dorénavant par secteurs et à l'échelle de l'Europe alors qu'elles suivaient auparavant une approche par pays. Si les coûts des transactions internationales sont élevés, seul un petit nombre de sociétés pourra se permettre de changer leur stratégie de gestion de portefeuille, mais si ces coûts diminuent, il devient possible de modifier profondément l'allocation de portefeuille en Europe. Il est encore trop tôt pour savoir si et dans quelle mesure le volume record des transactions effectuées en 1999 sur les marchés d'actions primaires et secondaires d'Europe peut être mis sur le compte de ce phénomène, mais en tout état de cause il se concilie très bien avec lui.

L'élargissement des marchés de capitaux de la zone euro est conditionné par l'intégration institutionnelle, en particulier pour ce qui a trait aux opérations de back office et aux procédures de règlement. Dans ce domaine, les surcapacités des Bourses et leurs incompatibilités,

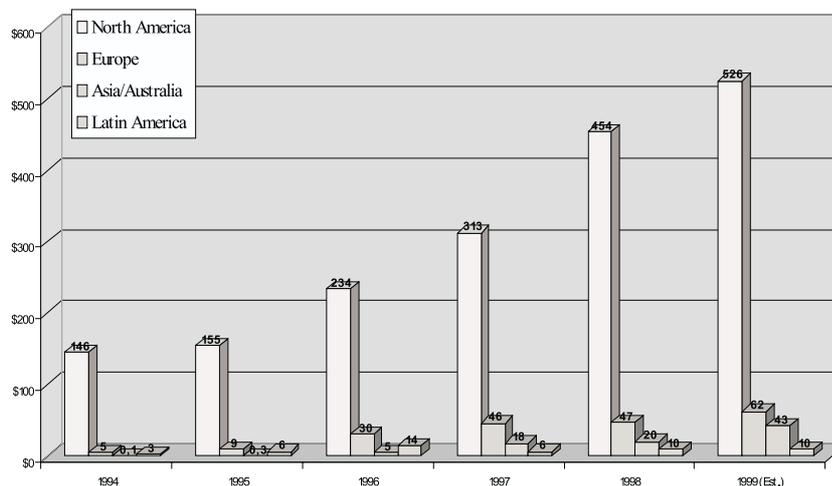
sur les plans tant réglementaire que technique, ont occasionné des embarras plus grands qu'on ne s'y attendait en 1999. Les retards répétés de la fusion prévue entre les Bourses de Londres et de Francfort n'en sont qu'une illustration parmi d'autres.

Activités bancaires

Les banques, premiers intervenants des marchés de capitaux européens, ont été affectées par l'UME de diverses manières. En particulier, si l'évolution de l'activité sur les marchés de capitaux tend à éroder les activités classiques de dépôt et de prêt des banques commerciales parce qu'épargnants et emprunteurs les délaissent au profit des marchés (désintermédiation), elles bénéficient du développement des activités de gestion d'actifs et de banque d'affaires, qui sont davantage tournées vers les marchés. En fait, en titrisant des actifs, les banques contribuent à l'expansion de nouveaux compartiments des marchés de capitaux tout en en profitant. Comme le montre le schéma n°1, après ses succès initiaux de la décennie 1980 et du début des années 1990, qui concernaient surtout les prêts automobiles et hypothécaires, la titrisation a continué à se développer à vive allure entre 1995 et l'an 2000 aux États-Unis et il semble qu'elle gagne en importance en Europe.

105

Schéma n°1
Émissions de créances titrisées dans le monde
US \$ Billions



De même, la tendance, chez les grandes entreprises en quête de financements, à substituer des titres de dette négociables aux emprunts bancaires ne met pas les banques hors circuit, comme le prouve l'évolution du marché des obligations du secteur privé. Au contraire,

même les activités classiques de banque commerciale tiennent encore une large place dans ce nouvel environnement, à cause non seulement de l'importance grandissante des prêts syndiqués, mais aussi de la fourniture de liquidités par la mise en place de lignes de crédit.

Cependant, pour profiter du potentiel du marché unique européen et de l'UME, les banques ont dû consentir un effort d'adaptation non négligeable ces dernières années et il est même probable qu'elles devront l'accroître à l'avenir. Cette adaptation, parfois douloureuse et souvent lente, s'articule autour des impératifs ci-après : recentrage, réduction des coûts et innovation, tant sur le plan technologique que dans le domaine de l'organisation. Les données dont nous disposons mettent en lumière des disparités considérables entre les banques européennes en ce qui concerne la maîtrise des coûts ; à cet égard, la taille des banques commerciales ne semble pas être un handicap dans ce domaine, mais il n'en va pas de même pour la qualité de leur gestion (écarts par rapport aux meilleures pratiques de la branche), très inégale bien que les disparités se soient atténuées entre 1993 et 1997. Au surplus, ce sont généralement les grandes banques qui profitent le plus des économies d'échelle et du progrès technologique et il s'avère que, à tout le moins, les banques universelles ne sont pas moins efficaces que les établissements spécialisés. En fait, les statistiques disponibles suggèrent que la tendance récente à la déspecialisation et à l'augmentation de la taille des banques européennes s'accompagne généralement d'une amélioration de leur productivité.

106

L'un des meilleurs indicateurs des changements subis par la profession est l'évolution des fusions bancaires en Europe pendant les années 1990 (voir le tableau n°4). Si, tout au long de la décennie 1990, le flux des fusions entre banques européennes a été constant alors que leur nombre avait diminué par rapport au sommet atteint au début de la décennie, la valeur des transactions a augmenté de plus de 500 % en 1997/1998 par rapport aux périodes précédentes. La vague des fusions signifie, premièrement, la création de banques de plus grande taille et, deuxièmement, le début de leur expansion à travers les frontières. Par comparaison avec les autres branches, les fusions bancaires ont été largement confinées dans un cadre national pendant les années 1990 ; en 1997/1998, 70 % des fusions entre banques de la communauté européenne concernaient des sociétés d'un même pays alors que dans les autres branches cette proportion ressortait à 51 %. Néanmoins, entre 1989 et 1995, ce pourcentage atteignait 78 % et les chiffres préliminaires suggèrent qu'il a continué à baisser en 1999. Il semble que l'évolution récente des fusions bancaires fasse apparaître une sorte de hiérarchie dans laquelle les banques effectuent d'abord des fusions dans le cadre national avant de fusionner avec des établissements issus d'une zone géographique restreinte (comme le Bénélux, la Scandinavie ou les pays

méditerranéens) puis, dans une étape ultime, de s'étendre dans toute l'Europe. Quoique ce dernier stade semble encore assez éloigné, l'échec de la fusion entre la Deutsche et la Dresdner Bank en avril 2000 pourrait être le signe que, même sur les grands marchés nationaux, l'ère des fusions nationales touche à sa fin.

Tableau n°4
Fusions et acquisitions dans le secteur bancaire¹

	Nombre de transactions				Valeur des transactions							
					en milliards de dollars des États-Unis				en % de l'ensemble des secteurs ²			
	1991 1992	1993 1994	1995 1996	1997 1998 ³	1991 1992	1993 1994	1995 1996	1997 1998	1991 1992	1993 1994	1995 1996	1997 1998
États-Unis	1 354	1 477	1 803	1 052	56,8	55,3	114,9	362,4	18,7	9,0	10,6	18,2
Japon	22	8	14	28	0,0	2,2	34,0	1,1	0,3	18,8	21,6	4,1
Zone euro ⁴	495	350	241	203	17,5	14,6	19,1	100,4	8,3	9,3	11,2	27,1
Belgique	22	18	20	21	1,0	0,6	0,5	32,5	14,1	7,0	4,9	34,8
Finlande	51	16	7	7	0,9	1,0	1,2	4,3	22,3	21,7	7,4	77,5
France	133	71	50	36	2,4	0,5	6,5	4,0	4,3	1,0	9,8	4,1
Allemagne	71	83	36	45	3,5	1,9	1,0	23,2	6,5	7,6	3,7	45,5
Italie	122	105	93	55	5,3	6,1	5,3	30,1	15,6	17,7	24,9	63,3
Pays-Bas	20	13	8	9	0,1	0,1	2,2	0,4	0,2	0,5	17,5	0,8
Espagne	76	44	27	30	4,3	4,5	2,3	5,9	13,5	21,5	14,1	26,6
Suède	38	23	8	8	1,1	0,4	0,1	2,1	3,8	2,0	0,3	7,1
Suisse	47	59	28	22	0,4	3,9	1,0	24,3	9,5	43,4	2,4	78,3
Royaume-Uni	71	40	25	17	7,5	3,3	22,6	11,0	6,5	3,4	10,4	4,0
Total des banques	2 098	2 032	2 162	1 360	84,7	83,2	200,8	534,2	11,7	8,5	11,0	18,9
<i>Pour mémoire : Total financier des établissements non bancaires</i>	2 723	3 267	3 973	5 156	63,7	122,2	189,9	534,2	8,8	12,5	10,4	19,4

107

Remarques : ¹ Classement en fonction de la branche à laquelle appartient la cible ; seules les fusions et acquisitions en cours ou achevées ont été prises en compte ; volumes calculés en fonction de la date de l'annonce des fusions et acquisitions. ² En pourcentage des fusions et acquisitions dans toutes les branches. ³ Au 30 octobre 1998. ⁴ Hors Autriche, Irlande, Luxembourg et Portugal.

Nous avons expliqué dans ce rapport que l'UME avait provoqué une profonde mutation du marché des capitaux européen. Ce changement n'est cependant pas irréversible. En fait, ce que j'ai appelé les effets indirects de l'UME repose en grande partie sur une modification des anticipations du marché relatives à son fonctionnement et ces anticipations peuvent encore changer très aisément. C'est pourquoi, il est crucial que les décideurs politiques, les autorités de tutelle et le Système des banques centrales européennes soient les uns comme les autres à la hauteur de ces attentes et

apportent la clarté et la fermeté indispensables pour la poursuite de la réforme des marchés financiers européens et leur gestion.

Beaucoup de pièces du puzzle existent déjà. En ce qui concerne le mouvement de concentration des banques, les États nationaux n'agissent pas activement en faveur de l'Europe et la prise de contrôle d'une grande banque nationale par un établissement étranger fait invariablement revenir le discours dépassé de l'indépendance nationale. S'agissant des systèmes de règlement des valeurs mobilières et de paiements transfrontaliers, le marché européen ne dispose pas de l'infrastructure unifiée dont il a impérativement besoin pour fonctionner de façon efficiente. La discrimination à l'encontre des investisseurs étrangers, qu'elle soit implicite ou explicite, transparait toujours dans les normes comptables et fiscales. Les insuffisances des données collectées et fournies par les autorités nationales et la Banque centrale européenne rendent la réglementation financière et la politique monétaire ainsi que leurs objectifs moins transparents qu'aux États-Unis. L'éparpillement des attributions relevant de la réglementation et du contrôle des marchés financiers entre une multitude d'institutions nationales et transnationales amoindrit la transparence, aggrave l'incertitude et peut être la cause de graves périls en cas de crise. Il serait sage de régler ces questions pendant que le marché financier européen prospère encore sur la vague de l'euro.