

# L'INTÉGRATION EUROPÉENNE ET LES MARCHÉS FINANCIERS

CHRISTIAN DE BOISSIEU ET LUC MATRAY,

*Respectivement Professeur, Université Paris I  
et Chargé de mission, Commissariat général du Plan<sup>1</sup>*

**L**e modèle historique adopté par les « Pères de l'Europe » est celui des unités allemandes et italiennes : l'union douanière précède l'union économique et monétaire qui débouche sur l'union politique. Ce modèle peut paraître éloigné de l'évolution de la construction européenne du fait du caractère volontaire de cette dernière, alors qu'il a fallu dans les deux précédents historiques recourir à la force pour parachever le processus. Il indique pourtant que l'UEM est inscrite dès l'origine dans le schéma de la construction européenne. Cette construction européenne répondait dans l'esprit de ses fondateurs à deux objectifs : prévenir l'apparition de conflits en Europe et construire l'instrument qui permette à l'Europe de conserver un rôle dans le monde. Ce dernier objectif peut constituer une grille de lecture utile pour l'UEM.

353

Cette Union Economique et Monétaire a trouvé sa concrétisation dans le traité adopté le 10 décembre 1991 par les chefs d'Etat et de gouvernement réunis à Maastricht. S'il constitue l'aboutissement d'un mouvement amorcé il y a plus de 20 ans avec la publication du plan Werner et relancé au printemps de 1989 avec la présentation du rapport Delors, il introduit plusieurs ruptures dans le paysage financier. Notre propos est de rechercher les dynamiques qu'il crée, les défis qu'il présente aux acteurs du système financier, et les chances qu'il offre à l'Europe.

*Les accords de Maastricht organisent le partage de la souveraineté monétaire pour la fin de la décennie.*

Le traité d'Union économique et monétaire a pour objet final une union

<sup>1</sup> Respectivement président et rapporteur du groupe prospective financière et bancaire du Commissariat Général du Plan. Cet article s'appuie sur les travaux de ce groupe, dont le rapport Prospective Financière : banques, assurances, marchés est disponible au Plan et à la Documentation française.

présentant trois caractéristiques : une libération complète des mouvements de capitaux, accompagnée d'une intégration de l'ensemble des marchés bancaires et financiers ; une convertibilité totale et irréversible des monnaies entre elles ; la fixation irrévocable des parités, prélude à l'émission d'une monnaie unique. Ce traité consacre la démarche progressive retenue au Conseil de Madrid en 1989 et l'assortit d'un engagement d'irréversibilité.

*Une démarche progressive qui s'organise autour de 3 étapes*

*La première étape*, commencée le 1<sup>er</sup> juillet 1990, est caractérisée par l'extension de la libération financière, par la recherche d'une meilleure coordination au plan monétaire, une première harmonisation des instruments de cette politique, et la levée progressive des obstacles à l'usage de l'Ecu. Au plan institutionnel, le rôle essentiel échoit au Comité des gouverneurs des banques centrales réunis à Bâle, qui a déjà œuvré à l'harmonisation des agrégats et tente de définir des fourchettes de progression. A côté de lui, les gouvernements, la Commission qui peut faire des propositions sur l'usage de l'Ecu et... les marchés conserveront un rôle important.

354

*La seconde étape*, qui doit débiter le 1<sup>er</sup> janvier 1994 est marquée par un renforcement de la première étape en termes de coordination et d'harmonisation des politiques monétaires. Elle est caractérisée par la création de l'Institut Monétaire Européen qui doit réaliser les tâches préparatoires à la conduite de la future politique monétaire unique, à la constitution du Système européen de banques centrales et à la création d'une monnaie unique, ainsi que promouvoir et superviser le développement de l'Ecu.

*La troisième étape* est véritablement celle où se réalise l'union monétaire. Elle débutera au plus tôt le 1<sup>er</sup> janvier 1997 à une date choisie par le Conseil, et en tout état de cause au 1<sup>er</sup> janvier 1999. Marquée par la fixité irrévocable de la valeur de l'écu, elle est caractérisée par la création d'une banque centrale européenne, qui constituera avec les banques centrales nationales, le Système européen de banques centrales (SEBC). Elle sera chargée de conduire la politique monétaire unique autour d'une monnaie unique, dont l'objectif sera d'assurer la stabilité des prix.

Au plan économique, la situation apparaît plus simple et on peut confondre les deux premières étapes. Au cours de cette première phase, la convergence économique va être recherchée par la surveillance multilatérale. Deux fois par an, le Conseil des Ministres des Finances examinera, sur la base des travaux de la Commission et du Conseil monétaire, la situation des pays membres et formulera des remarques en cas de divergences en matière de déficit public, d'équilibre extérieur, d'inflation et de taux d'intérêt. En matière budgétaire, certaines des règles prévues par l'union économique et

monétaire seront applicables dès la seconde étape ; il en sera ainsi de l'interdiction du financement direct par les banques centrales nationales des déficits budgétaires. Le Conseil des Ministres des Finances ne disposera pas à ce stade de moyens de contrainte autres que la pression vis-à-vis des opinions publiques. Cet exercice de surveillance multilatérale va être renforcé par l'examen des plans de convergence. Il s'agit d'un exercice à moyen terme indiquant pour un pays la voie à suivre pour parvenir à des résultats satisfaisants. Plusieurs plans ont déjà donné lieu à examen, le premier pour l'Italie en novembre 1991, le second en décembre pour le Portugal, celui relatif à l'Allemagne en mars 1992.

La seconde phase (qui correspond à l'étape 3 au plan monétaire) ne concernera que les pays ayant convergé économiquement. Une attention toute particulière sera consacrée aux déficits budgétaires excessifs ; la Communauté pourra imposer les sanctions financières en ce cas (art. 104 C). Les acteurs demeureront le Parlement Européen, la Commission et le Conseil ECOFIN, dont le rôle va néanmoins changer de nature du fait d'un dialogue permanent avec la Banque Centrale Européenne.

#### *Une démarche irréversible*

La procédure de passage à la troisième phase associe un choix politique et des critères techniques, selon un calendrier rigoureux. Avant le 31 décembre 1996, le Conseil, réuni au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement, après consultation du Parlement européen, se prononcera à la majorité qualifiée (ce qui permet d'éviter un processus de blocage) sur l'opportunité de réalisation de l'union, et si une majorité d'Etats membres remplit les conditions pour entrer dans l'Union monétaire, il arrêtera la date du début de la troisième phase.

Le degré de convergence de chaque Etat sera mesuré à travers quatre critères (art. 109 J) :

- le taux d'inflation sur un an ne devra pas excéder de plus de 1,5 % celui des trois Etats membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ;
- l'absence de déficit public excessif<sup>2</sup> ;
- le respect de la marge étroite de fluctuation du SME sans dévaluation, de la propre initiative de l'Etat, pendant au moins deux ans ;
- un taux d'intérêt à long terme n'excédant pas sur un an, de plus de 2 %, la moyenne des taux des trois pays enregistrant la meilleure performance en matière de stabilité des prix<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Un déficit public est considéré comme excessif au vu de deux critères : le solde des administrations centrales, des autorités régionales ou locales et des fonds de sécurité sociale excède 3 % du produit intérieur brut aux prix du marché ; la dette brute consolidée de ces mêmes agents dépasse 60 % du PIB.

<sup>3</sup> Le taux d'intérêt à long terme est celui des obligations d'Etat ou de titres comparables.

Si à la fin de 1997 la date de début de la phase 3 n'a pu être encore fixée, elle interviendra en tout état de cause le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Il suffira alors de décider qui peut entrer dans l'union économique et monétaire. Deux pays, le Danemark et la Grande-Bretagne ont indiqué leur volonté de faire valoir le cas échéant un droit à ne pas entrer dans l'union (clause « d'opting out »). Les pays qui n'entreront pas dans l'union auront le statut d'Etats membres bénéficiant d'une dérogation dont la situation fera l'objet tous les deux ans au moins d'un nouvel examen (art. 109 K). Ainsi apparaît clairement le caractère irréversible de la démarche.

#### *La recherche de la convergence*

Les prochaines années de la décennie seront donc marquées par la recherche de la convergence économique. Aujourd'hui seuls trois pays respectent strictement ces critères. Mais ceux-ci feront l'objet d'une appréciation pragmatique, tenant compte, en plus des niveaux, du profil d'évolution des indicateurs. Par exemple, les Pays-Bas, dont la dette est supérieure à 60 % du PIB mais apparaît stabilisée, devraient être retenus. Néanmoins, la période de transition sera marquée par une remise en ordre des économies en vue de leur convergence dans les domaines du déficit public, de la dette et de l'inflation. Les taux d'intérêt nominaux et réels vont avoir un degré de convergence accru pour une même échéance et une même qualité de signature, tout en devenant plus différenciés en fonction de cette qualité.

Pour certains pays cette contrainte d'ajustement ne peut qu'offrir à terme de nouvelles marges de croissance. Les pays du Sud, comme l'Italie ou la Grèce, caractérisés par la présence de déficits considérables sans véritable gestion publique ont besoin de véritables « changements de régime » — la société dans son ensemble adhère à un changement et l'Etat devient efficace —. Cette mutation leur permettra de redécouvrir de nouvelles marges de manœuvre, comme en témoignent les exemples de l'Irlande et du Danemark dont les déficits avoisinaient 9 à 10 % du PIB et qui ont réussi à retrouver les voies d'une croissance plus vertueuse. En outre, ces pays du Sud disposeront de deux marges de manœuvre importantes qui viendront limiter l'effet déflationniste : les fonds européens dont l'apport peut atteindre 5 % du PIB de ces Etats et les privations.

La position de la France apparaît dans ce contexte plutôt favorable. Son économie respecte d'ores et déjà les critères de convergence, ce qui renforce l'attraction de la place de Paris, et limite les « coups d'accordéon » en matière de politique économique. Néanmoins la situation allemande, sans doute plus fragile qu'il n'y paraît, va contraindre la politique monétaire dans un sens restrictif. Ceci, il est vrai, aurait été vérifié également en l'absence de critères de convergence.

Outre cette convergence économique à favoriser, la préparation de la phase 3 va obliger à aborder plusieurs dossiers.

Le système de paiement n'a pas fait l'objet d'options définitives. Plusieurs modèles coexistent aujourd'hui (public, privé, collectif ou non) dans la Communauté. Le développement des transactions en Ecu entraînera des choix en faveur de l'une ou l'autre solution.

De même, le passage progressif de douze monnaies à une seule va entraîner non seulement des avantages appréciables mais aussi des coûts d'adaptation réels (changements de matériels, modification de programmes informatiques, retraits des anciennes monnaies et mise à disposition des nouveaux supports...) et psychologiques importants. Ces coûts, mal évalués jusqu'ici, seront d'autant plus limités qu'une stratégie progressive aura été arrêtée, et peu à peu introduite dans les faits. Il s'agit donc de développer l'Ecu comme support de transaction (cf. le projet d'utilisation de l'Ecu dans la carte bancaire), et son usage commercial. L'enjeu est que les autres pays européens contraignent l'Allemagne à utiliser davantage l'Ecu, au moment même où le DM voit son rôle renforcé. Représentant aujourd'hui 20 % des réserves officielles de change des banques centrales et 11-12 % dans la facturation du commerce international, il risque en effet d'apparaître comme la monnaie unique incontournable au moment du passage à l'étape 3.

L'Ecu pourrait jouer un rôle important dans les opérations transfrontières et être utilisé comme instrument de facturation pour le commerce extérieur de certains pays. De même, le champ européen extra-communautaire peut être mis à profit en ce sens : il serait souhaitable que l'Ecu, ce qui renforcera les effets positifs du choix des scandinaves de lier leur monnaie à l'Ecu et non au DM. Il est vrai que pour des pays, comme les pays baltes, qui ne maîtrisent qu'imparfaitement les mécanismes de change, lier leur monnaie au DM peut apparaître plus simple. C'est aussi l'intérêt bien compris des allemands de ne pas constater trop de « fuites » du DM vers d'autres zones.

357

#### *Une souveraineté partagée dans l'exercice du pouvoir monétaire*

Le transfert de souveraineté que le traité sur l'UEM organise ne correspond pas à un abandon de souveraineté au profit d'une organisation technocratique et coupée du monde. Trois points nous paraissent devoir être mentionnés.

Tout d'abord, cette politique monétaire commune consacre les choix des européens en matière de stabilité monétaire. Cet objectif n'a pas toujours prévalu, en particulier en France où la politique monétaire était davantage considérée comme une arme aux mains des pouvoirs publics dans la réalisation du « carré magique ». Le choix du SME en 1979, mais au-delà les interdépendances de notre économie et de celles de la Communauté, a obligé notre pays à rechercher l'alignement sur les performances des meilleurs

participants en matière d'inflation. Cette contrainte a paru peser si lourdement dans la première moitié de la décennie 80, que la question du maintien de la France dans le SME a été posée. La réponse positive qui y a été apportée non sans hésitations ni difficultés, et les décisions cohérentes qui y ont été associées traduisent sans conteste la fin de l'illusion inflationniste en France. Si cet ajustement était en tout état de cause nécessaire et si l'appartenance à un système de taux de changes fixes dont l'ancrage nominal se fondait sur la politique monétaire allemande a permis de le réaliser à moindre coût en permettant à la France d'« emprunter » la crédibilité de la politique de la RFA, ce débat a témoigné de la difficulté de la conversion de la société française à l'objectif de stabilité des prix. Cette politique anti-inflationniste, après un ajustement coûteux en terme de croissance et d'emploi pour les années 1984-1988, a permis à notre pays de figurer au rang des meilleures performances de croissance et de prix en fin de période.

358 Ensuite, cette politique commune sera confiée à une institution indépendante, qui n'en sera pas pour autant isolée. Outre les liens existants entre les banques centrales nationales et la nouvelle institution, cette indépendance est conçue dans un dialogue avec les autorités économiques (Commission/Conseil des Ministres de l'Économie et des Finances). Ce dialogue prendra une coloration particulière en matière de politique de change, puisque, en ce domaine, c'est le Conseil des Ministres qui arrêtera les orientations (après une concertation aussi poussée que possible avec la banque centrale) et la banque centrale qui les mettra en œuvre. Cette indépendance est également bordée par l'obligation de « rendre compte » de cette politique aux autorités politiques disposant d'une légitimité électorale : le traité prévoit (art. 190 B alinéa 3) que la BCE adresse un rapport annuel au Parlement européen, au Conseil et à la Commission, que le Président de la BCE présente ce rapport au Conseil et au Parlement européen, qui peut tenir un débat général sur cette base, et qu'enfin le Président de la BCE et les autres membres du Directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen. Il s'agit là d'un ensemble de pratiques qui dépassent les usages en vigueur dans notre pays.

Enfin, cette politique monétaire commune permettra d'organiser les relations monétaires entre l'Europe et le reste du monde. Jusqu'ici les relations avec les monnaies tierces (dollar et yen pour l'essentiel) compliquaient le fonctionnement même du SME : pour des raisons de crédibilité différentes, les marchés avaient tendance à privilégier le DM, obligeant les autres monnaies à « suivre ». De même, la relative fragmentation de l'espace monétaire européen, et les situations différentes de chacun des acteurs à l'égard de la zone américaine, affaiblissaient la voix de l'Europe

dans les négociations internationales. Une monnaie unique aura un pouvoir d'attraction considérable à l'égard du monde, et son usage devrait se développer. Ce mouvement devrait être particulièrement net dans la zone européenne, voire au-delà en Afrique et au Moyen-Orient. Le choix pour ces pays de lier leur monnaie à l'Ecu leur permettra d'accéder à moindre coût à un marché financier plus large et efficient. Le poids monétaire de l'Europe en sortira renforcé et elle se trouvera en mesure de peser davantage dans la coordination éventuelle des politiques monétaires (mise en place d'un G 3 ?). Il ne faut pas oublier que la monnaie est aussi une arme dans la compétition économique que se livrent les nations, comme en témoignent les exemples japonais et américains.

*L'achèvement du marché unique des services financiers est déjà largement entré dans les faits dans notre pays, mais pourrait offrir des opportunités de développement à l'étranger*

*L'UEM va renforcer les effets du marché unique*

Contenu en germes dans le traité de Rome, et notamment dans son article 59, le marché unique des services financiers a vu sa construction s'amorcer dès 1973. Pour amplifier les effets de la libre circulation des marchandises, celle des capitaux a été réalisée au cours de la décennie 1980 : en 1985, pour les capitaux à long terme, puis en 1988 pour les capitaux à court terme. La liberté d'action des grands acteurs financiers, les banques, les assurances et les entreprises d'investissement, sur l'ensemble du territoire de la Communauté s'est fondée sur plusieurs principes : liberté d'établissement, libre prestation de services, reconnaissance mutuelle des agréments, contrôle par le pays d'origine...

359

Ces principes ont fait l'objet de plusieurs directives qui sont incorporées ou en voie de l'être dans les législations nationales. La France a été un des premiers pays à le faire, et son Parlement vient de réaliser une étape importante en ce sens avec l'adoption du projet de loi portant adaptation au marché unique européen de la législation applicable en matière d'assurance et de crédit (établissement du principe de libre prestation de service en assurance-vie, introduction des règles de la deuxième directive bancaire : reconnaissance mutuelle des agréments, contrôle par les autorités du pays d'origine). Cette relative célébrité a permis aux entreprises françaises de s'adapter avant d'autres aux nouvelles conditions de la concurrence. De même, la transposition dans le droit français de la directive sur les services d'investissement ne posera pas de problème majeur, l'ouverture des marchés étant très largement entrée dans les faits.

Le traité de l'UEM va encore en renforcer les conséquences. Ils institue le principe de la liberté de mouvements de capitaux « erga omnes ».

L'article 73 (alinéa B) interdit toutes les restrictions aux mouvements de capitaux et aux paiements entre les Etats membres d'une part, et entre les Etats membres et les pays tiers d'autre part. Des restrictions demeurent possibles, mais elles ne peuvent être décidées qu'à l'unanimité du Conseil des Ministres, et seulement dans les cas définis, où des mouvements de capitaux non contrôlés sont susceptibles de faire échec à des mesures prises dans d'autres domaines (investissements directs, admission de titres sur les marchés des capitaux...) (art. 73 C), ou lorsque ces mouvements seraient susceptibles de causer des difficultés graves pour le fonctionnement de l'UEM (art. 73 D) ou dans le contexte de sanctions économiques (art. 73 G). Le traité de l'UEM en homogénéisant l'espace monétaire européen et en accélérant la confrontation du système financier avec les acteurs non communautaires va bien jouer le rôle d'un « accélérateur » de concurrence.

*Le système financier pourrait y trouver  
de nouvelles voies de développement*

Cela ne devrait pas avoir de conséquences trop dommageables pour les acteurs financiers. Le système bancaire français, comme les compagnies d'assurance françaises, ne souffre pas de faiblesses importantes, ni de surdimensionnement significatif. Il pourrait néanmoins pâtir d'une pression concurrentielle accrue de la part des partenaires européens, puisque le système de l'agrément unique réduira le coût d'exercice des activités bancaires dans d'autres pays de la Communauté. Pour certains, il n'est pas évident que la concurrence sera plus vive. Déjà considéré par certains de nos voisins comme caractérisé par un niveau excessif de concurrence par les prix, le marché bancaire pourrait s'aligner sur les pratiques de notre voisin allemand, ce qui contribuerait à restaurer les marges des acteurs.

En outre, pour que cela soit le cas, il faudrait que les principes définis aboutissent réellement à un marché unifié. Ce marché unifié aurait également pour conséquence de rendre très onéreuses les stratégies de croissance externe développées par les acteurs financiers français (banques et assurances représentent le premier secteur économique français pour les montants investis à l'étranger) pour s'implanter sur les différents marchés nationaux, puisque la libre prestation de services permettra aux concurrents européens de proposer demain leurs services aux mêmes marchés.

Il est probable qu'un tel marché unifié ne s'inscrira pas rapidement dans le paysage financier même si les principes du marché unique modifient sensiblement les règles du jeu. Pour les assurances notamment, la maîtrise des risques (règles de construction, tables de mortalité...) reste marquée par les usages nationaux. Tout au plus assistera-t-on, à côté de certains segments de marchés régis par la libre prestation de services (risques industriels, conseil en assurances), à l'émergence de sous-ensembles proches culturelle-

ment et administrativement, dont la convergence débouchera à la longue sur la constitution d'un marché unique.

Pour les banques, le diagnostic est de même nature, mais devrait être nuancé selon les activités. D'ores et déjà certains segments de l'activité bancaire connaissent un marché européen, voire mondial (entreprises multinationales, banques d'investissements...). Pour d'autres, notamment celles de la banque de détail (marché des PME-PMI et des particuliers) la libre prestation de service ne connaîtra que des développements limités à certains produits d'épargne voire certaines formes de crédits (automobile, par exemple). Ces marchés sont caractérisés, en dépit des progrès de la globalisation financière, par l'importance des services de proximité, et ne sont même pas nationaux à l'heure actuelle. Le prix attaché par la clientèle à cette proximité devrait croître sensiblement, ce qui limite les évolutions sur ce point. Néanmoins l'attachement à ces services ne durera qu'à la condition que les prix proposés par le système bancaire national n'excèdent pas trop les prix de la concurrence étrangère. Certes, certaines zones frontalières pourraient voir émerger des phénomènes de concurrence bancaire entre les acteurs de nationalité différente (cas des populations de travailleurs frontaliers français par exemple), mais cela n'infirme pas la valeur des conclusions.

Aussi les banques et assurances françaises pourraient développer leur activité par des implantations directes à l'étranger, sous forme de prise de participation ou d'accords d'association. Leur robustesse, leur adaptation déjà effectives aux nouvelles règles du jeu européennes leur confèrent pour cela des avantages importants. Les résistances pourraient toutefois être non négligeables dans certains pays (cf. AGF/AMB) et à l'inverse les opportunités seront considérables du fait du désengagement des Etats de ce secteur (Portugal, Italie, Grèce...). Ce mouvement de croissance externe sera vraisemblablement limité par les contraintes de fonds propres engendrées par les ratios de solvabilité ou de position, les barrières à l'entrée sur le marché des dépôts et des crédits du fait de la langue, de la nature même de la relation bancaire. Ces facteurs pourraient conduire à des formes de développement européen économes en fonds propres, par la voie du partenariat, renforcées éventuellement de prises de participation croisées. La coopération BNP-Dresdner en constitue un bon exemple, et pourrait être suivi de nombreux autres. Ce mode de coopération est par nature plus versatile car il doit ménager en permanence les intérêts des différents protagonistes dans un contexte où la concurrence transforme de plus en plus le marché des services bancaires et financiers en « jeu à somme nulle ». Le partenariat peut en conséquence ne pas s'avérer durable, comme en témoigne la rupture des négociations entre le Crédit Lyonnais et la Commerzbank.

Pour les activités de marché, l'internationalisation se poursuivra sous le régime de la directive sur les Services d'investissement. D'ores et déjà le MATIF et la Bourse ont une forte proportion de leurs membres contrôlés par des institutions étrangères. Dans la compétition entre les marchés, l'accord intervenu sur les règles de transparence devrait contribuer à préserver le fonctionnement du marché français. Cette internationalisation fera l'objet d'une stratégie des acteurs. Sur les marchés dérivés, MATIF participe au projet GLOBEX, qui est un système de négociation électronique de contrats à terme à fonctionnement en continu, et qui résulte d'un partenariat entre l'agence d'information REUTERS et les deux grands marchés à terme américains, le CME (Chicago Mercantile Exchange) et le CBOT (Chicago Board of Trade). Cette décision s'explique par la volonté de participer à l'internationalisation des marchés en offrant ses produits aux intervenants des autres places, par le souci de protéger ses propres produits (tout contrat « listé » par MATIF fait l'objet d'une exclusivité) et par l'espoir d'accéder ainsi au marché des autres Bourses à travers la faculté offerte aux membres du MATIF d'y opérer.

*La compétition entre les places financières va croître, même si un scénario coopératif entre les trois places principales n'est pas à exclure.*

362

*Un modèle historique : une monnaie, une place financière*

Jusqu'ici le modèle dominant historiquement est celui de la correspondance entre une monnaie et une place financière dominante. Si, incontestablement, l'union économique et monétaire va rendre plus attractive au plan monétaire l'Europe et renforcera par là même sa capacité à attirer les opérations (placements, financements) des non-européens, elle ne fournit pas d'indications quant à la place financière qui accompagnera son développement.

La situation actuelle en Europe est marquée par la présence de trois places importantes : Londres, Paris et Francfort. Pour flatteuse qu'elle soit cette présentation ne correspond pas à la réalité : Londres se détache nettement des deux autres. L'histoire lui a donné une position clé dans de nombreux domaines : le marché de la plupart des matières premières, le transport maritime, le commerce de l'art, certains secteurs de l'assurance, les actions, le conseil financier. Avec le développement du marché des changes et des euromarchés, Londres a pu donc donner au milieu des années 80 l'image d'une place mondiale dominante. La taille modeste et relativement déclinante de l'économie britannique ne semble pas affecter l'importance de la place de Londres, qui dépend pour l'essentiel de l'international.

Les marchés financiers continentaux, fondés sur des économies plus saines et plus porteuses, ont réalisé des progrès considérables, reconnus à Londres.

Si la place de Paris est aujourd'hui plus importante — nettement en valeur absolue pour les obligations, en termes relatifs (capitalisation boursière/PIB) pour les actions — que Francfort, ce classement s'explique en partie par le retard pris par l'Allemagne sur le chemin de l'innovation. De même son avenir peut être handicapé du fait d'éléments de fragilité et notamment des charges fiscales spécifiques qui handicapent le marché français (impôt de bourse).

La difficulté principale réside toutefois dans la définition même d'une place financière. Est-elle réductible à un système de négociation ? A un système de règlement-livraison ? Nécessite-t-elle la présence d'intermédiaires financiers puissants ? D'émetteurs importants ? Ou d'investisseurs solides ? La réponse ne s'impose pas d'elle-même d'autant plus que le bon fonctionnement d'un élément peut nuire aux autres. La France apparaît de ce point de vue dans une situation médiane, qu'elle conservera vraisemblablement. La place de Londres au contraire est marquée par la prédominance des marchés de marchands, et du poids des intermédiaires financiers.

La compétition entre ces trois places n'est pas univoque. La place de Londres souffre de plusieurs faiblesses : informatisation très en retard (TAURUS ne devrait être opérationnel qu'à la mi-1993), multiplication de scandales (BCCI, Maxwell, contentieux des Lloyds avec des membres extérieurs), déclin de la créativité de la place. La concurrence du Japon et des Etats-Unis se fait plus vive sur les activités internationales. A l'égard de l'Europe, Londres essaie de tirer avantage d'une moindre transparence des marchés, qui pourrait être remise en cause par le développement de la législation communautaire. Il s'agit donc pour la place de Londres de prendre un avantage déterminant au sein de cette zone.

Plusieurs facteurs pèsent en faveur de ses concurrents : les grandes entreprises de services financiers dont la taille a crû avec les économies nationales sont sur le continent dans le domaine bancaire, où les grands établissements français et allemands font au moins jeu égal avec les britanniques et plus encore dans le domaine de l'assurance. La menace viendra probablement de Francfort qui, malgré l'absence de culture de place financière et l'opacité quasi-totale de ses structures de financement par fonds propres, peut s'affirmer comme un concurrent sérieux. La taille de l'économie allemande, son influence déterminante à l'égard des petites économies frontalières d'Europe centrale et orientale, son leadership monétaire constituent les fondements de sa puissance.

La volonté de réforme de la réglementation du marché boursier et de réaction d'un système de transactions entièrement automatisé, qui anime les pouvoirs publics et que les grandes banques soutiennent, pourrait faire du « Finanzplatz Deutschland » la place européenne de demain. Néanmoins les difficultés politiques liées à la remise en cause de certains aspects du

fédéralisme économique pourraient limiter les réformes nécessaires, comme les difficultés économiques nées de l'unification peser sur l'attractivité du marché allemand.

L'enjeu majeur de cette compétition sera le marché de l'Ecu. La place qui parviendra à dominer ce marché, qu'il s'agisse de son rôle sur les marchés financiers ou de son utilisation comme support de transaction, prendra un avantage important dans la compétition. De ce point de vue, Paris conserve une chance du fait de la présence sur cette place du principal émetteur en Ecu.

#### *Un scénario alternatif*

Il n'est pas possible d'exclure toutefois un scénario alternatif qui viendrait remettre en cause le modèle historique dominant. La tendance actuelle des marchés financiers à l'éclatement, rendu possible par le développement des outils de communication, permettrait que s'esquisse un scénario coopératif entre les trois grandes places.

Le premier fondement de ce scénario est lié à la spécialisation de chacune des places sur ses points forts, qui proposerait à l'ensemble de la Communauté ses produits. Sur le marché des actions, la Bourse de Londres propose de séparer le marché international de gros dont elle assurerait la gestion, des marchés de détail qui resterait de la responsabilité de chaque place. Ce scénario n'est pas envisageable : un marché comme celui de Paris assure une confrontation de l'ensemble des ordres, qu'ils proviennent d'institutionnels ou de particuliers à travers les réseaux de collecteurs d'ordres. Rien ne justifierait que la composante institutionnelle de ce marché soit abandonnée à la Bourse de Londres. Pour les marchés obligataires, chaque place a la maîtrise des obligations de l'Etat national, l'élément déterminant pour l'avenir est lié à la part de l'Ecu comme instrument d'emprunt sur chaque place : il est probable que l'avance prise lui confèrera un véritable avantage concurrentiel lors du passage à la monnaie unique. Pour les marchés dérivés, la stratégie de spécialisation est déjà entrée dans les faits. Sur le Matif, les tentatives de diversification de contrats de futures en devises (contrat BTP italien en 1991) n'ont pas abouti, à l'exception de ceux en Ecu. De même, le Liffe voit le contrat Bund allemand concurrencé plus nettement par le marché à terme allemand, le DTB, et n'a pas connu le succès escompté pour son contrat sur Ecu. A l'inverse, les contrats sur devises européennes qui ne disposent pas d'un marché financier conséquent (Italie...) connaissent un succès confirmé.

Le second fondement de ce scénario tient à la recherche par les différents marchés d'une maîtrise des coûts sous la pression des grands opérateurs. Sur les marchés dérivés, l'évolution observée aux Etats-Unis témoigne de cette

recherche d'économie : fusion des bureaux de représentation commerciale à l'étranger des deux grands marchés à terme de Chicago, chambre de compensation unique pour les options. En outre, le passage à la monnaie unique va entraîner un rétrécissement de la gamme des produits en Europe, qui pourrait encore faciliter cette mise en commun de moyens. Sur le marché des actions, deux domaines de coopération paraissent envisageables en dépit des échecs récents : la mise au point d'un indice européen des plus grandes valeurs, et la création d'un système de cotation sur les principales valeurs européennes (voir encadré). Les évolutions possibles sur les marchés d'obligations sont plus difficiles à évaluer. Elles se noueront autour de la notion de fongibilité des supports, qui permettront vraisemblablement une unicité de cotation.

Néanmoins cette spécialisation de fait et ces nécessités économiques ne suffisent pas, sans doute, à permettre à un scénario coopératif de s'inscrire dans la réalité. Il y faut également la volonté des acteurs. L'élément déterminant sur ce point tiendra à l'attitude de la Grande-Bretagne : si elle joue pleinement le jeu de l'UEM, un tel scénario sera possible, dans le cas contraire, il y a fort à parier que la place de Londres sera contrainte à un scénario d'affrontement. D'autres acteurs auront également leur part de responsabilité. Ainsi sur le marché des actions, un scénario coopératif passe un rôle accru des intervenants des différents pays, les français par exemple, dans l'organisation des marchés internationaux. Il en va de même sur les marchés dérivés.

Ce scénario coopératif aboutirait à une véritable domination au plan européen de ces trois places à l'égard de toutes les autres (il existe 23 marchés à terme en Europe). Il ne serait pas nécessairement incompatible avec l'unicité de la Banque Centrale, dont les interventions pourraient être démembrées en tant que de besoin comme cela se produit aux Etats-Unis. Il serait vraisemblablement de nature à conforter la place de l'Europe dans le marché mondial : dans cette perspective mieux vaut des marchés internationaux localisés sur l'une des places européennes plutôt qu'en Amérique ou en Asie. Le modèle dominant historiquement n'est peut-être pas le plus probable, ni le plus souhaitable.

L'UEM constitue une avancée considérable sur la voie de la construction européenne. Etape importante, voire décisive, elle n'épuise pas pour autant ce projet. Si, pour certains, cette union monétaire engendrera un surcroît d'union politique, pour d'autres, elle n'apparaît pas réaliste compte-tenu du trop faible degré de cette union. Sans nous prononcer sur ces points, il faut reconnaître que le traité de Maastricht en consacrant le principe de subsidiarité préserve davantage la place des Etats dans la construction européenne. D'autres facteurs (sécurité, environnement...) pourraient les inciter à renforcer une union politique aujourd'hui esquissée.

## La cote européenne

Au cours des dernières années, la plupart des bourses européennes ont mis en œuvre des réformes destinées à accroître leur efficacité et améliorer leur position. Marquée par une déréglementation importante et une modernisation des outils (de négociation, de règlement-livraison...), ces réformes demeurent insuffisantes pour les besoins des grands clients. L'attente de ces investisseurs est de pouvoir disposer d'un marché large et liquide, sur lequel les prix sont serrés ; la multiplicité des bourses en Europe ne facilite pas les arbitrages de place à place du fait de la diversité des réglementations et des mécanismes existants. La Communauté européenne, quant à elle, n'a pas eu d'actions en ce domaine, sauf pour autoriser les mouvements de capitaux.

Dès 1989, un projet de la Société des Bourses Françaises envisageait une cote européenne autour des principes suivants :

- cotation des valeurs en écu ainsi que dans la monnaie de la Bourse d'origine ;
- cotation des 200 à 300 sociétés les plus capitalisées et les plus actives ;
- admission simultanée d'une valeur à la cote européenne sur toutes les bourses.

Peu après, en 1990, dans le cadre de la Fédération des bourses de la Communauté européenne, une société dénommée Euroquote, était créée pour assurer la diffusion en temps réel des cours cotés, des volumes d'échanges et des communiqués des émetteurs. Le principe d'une liste unique de titres — dite Eurolist — était adopté dans le même temps.

Rapidement, le projet Euroquote était abandonné et la société dissoute. Ne subsiste donc que le projet Eurolist, qui devrait comprendre les valeurs de réputation internationale, ayant une capitalisation boursière de 1,5 milliards d'écus, et donnant lieu à des transactions annuelles d'au moins 250 millions d'écus. Parallèlement la FBCF œuvre à développer des stratégies en faveur des systèmes de négociation et de règlement-livraison transnationaux.

Ce projet Eurolist pourra voir le jour en 1993. Euro-index suivra, constitué à partir des valeurs de la cote européenne.

Cette union économique et monétaire constitue un pas important pour l'Europe, qu'elle ne peut différer sous le prétexte de l'élargissement nécessaire. Il ne l'empêche pas dans le même temps de répondre aux demandes pressantes des pays d'Europe centrale et orientale et de la CEI, en donnant les signaux attendus par les pays en transition vers l'économie de marché et en ménageant avec pragmatisme et au cas par cas des formules d'association qui ne débouchent pas automatiquement ni rapidement sur l'adhésion pure et simple. Au sein du triptyque « d'achèvement, d'approfondissement et d'élargissement », qui rythme la construction européenne depuis 1972, l'ordre du jour est à la réussite de l'approfondissement.