

QUELS VISAGES POUR L'EUROPE FINANCIÈRE DE 2015 ?



Vincent Lefèvre

Directeur
Eurogroup

La course à la taille et aux prix va faire durer la tendance à la concentration des acteurs de la finance en Europe.

Au vu des évolutions en cours, trois grands modèles peuvent être dessinés à l'horizon 2015.

Les acteurs de la finance en Europe, qu'il s'agisse des *brokers*, des sociétés de gestion, des conservateurs ou des infrastructures de marché sont aujourd'hui confrontés à un environnement en rapide mutation. Les calendriers ne sont pas toujours identiques mais l'ampleur des transformations attendues dans les cinq prochaines années est la même pour tous. Résultat de ces mutations, l'Europe financière de 2015 aura un visage nouveau. Il est encore difficile de dire précisément lequel, mais l'analyse des grands mouvements en cours permet déjà d'imaginer les modèles autour desquels les transformations actuelles pourraient se cristalliser.

À CHAQUE ACTEUR SES ENJEUX

Les marchés boursiers sont au cœur de l'actualité récente avec la directive MIF qui impose une concurrence entre les lieux d'exécution. Pour nombre de *brokers* une révolution est en marche et la liquidité devrait se fractionner au profit de nouveaux lieux d'exécution. Cette rupture n'apparaît toutefois pas inexorable, d'abord parce que le *business model* des nouveaux marchés est complexe à établir, mais surtout parce que les grands investisseurs, en particulier les gérants, ne partagent pas toujours la

vision de leurs *brokers*. Certes la concurrence entre les plateformes d'exécution va réduire les coûts de marché. Mais les investisseurs ne voient pas tous un intérêt à rémunérer les *brokers* pour une prestation de meilleure exécution sophistiquée, là où les marchés existants sont déjà liquides et jouent bien leur rôle de confrontation de l'offre et de la demande. Quoi qu'il arrive, la directive MIF aura pourtant réveillé le monde de l'exécution et libéré des initiatives, en soulignant, par exemple, le potentiel des *dark pools*, ces poches de liquidité qui ne sont pas affichées pour éviter de dévoiler des positions de négociation sensibles. Smartpool, créé conjointement par Euronext, BNP Paribas et HSBC, est à ce titre une initiative intéressante visant à constituer un marché de négociation de blocs, destiné à faciliter la négociation des ordres de grande taille.

Pour le monde de la gestion, la tendance de fond est bien sûr la croissance régulière de la distribution en architecture ouverte. Cette tendance devrait naturellement se renforcer dans les années à venir, au détriment des modèles intégrés de distribution des grandes banques universelles. Conséquence inévitable : une pression sur les marges des sociétés de gestion, une course à l'innovation mais aussi la création de nouveaux équilibres entre gérants et distributeurs. Toutefois, la véritable rupture pour les années à venir sera plutôt réglementaire avec l'arrivée prochaine d'une nouvelle directive OPCVM. Parmi les objectifs affichés par la Commission figure notamment la volonté d'accroître la taille des fonds d'investissements européens en facilitant les regroupements d'actifs et la commercialisation transfrontalière. L'enjeu pour la Commission est une réduction des frais de gestion. Cette vision est certes contestée jusque par l'AMF qui souligne la difficulté d'établir un lien précis entre taille des fonds et baisse des coûts supportés par l'investisseur. Elle devrait néanmoins prévaloir et conduire dans les années à venir à la construction d'un véritable marché unique de la gestion. Dans le domaine du post-marché, la construction euro-



péenne a longtemps semblé lointaine et Euroclear avec son projet de plateforme unique pour l'ensemble des dépositaires du groupe fait figure de pionnier. Pourtant, en très peu de temps, l'agenda des acteurs du post-marché s'est étoffé de nouveaux projets. D'abord, sous l'impulsion de la directive MIF. En effet, à quoi bon exécuter un ordre sur une nouvelle plateforme plus rapide et moins chère si l'on n'est pas en mesure de recevoir à des coûts acceptables les titres vendus? Les nouvelles plateformes ne s'y sont pas trompées et ont traité avec la plus grande attention les questions de l'accès post-marché à leurs services : Turquoise par exemple a choisi ses prestataires pour la compensation et le règlement/livraison avant même de se doter d'un système de trading. La BCE a elle aussi pris sa part d'initiatives en lançant, dans la continuité du projet Target 2, des réflexions sur T2S (Target 2 Securities), un moteur de règlement-livraison destiné à faciliter la circulation des titres entre dépositaires centraux nationaux. L'enjeu est évidemment la baisse des prix des transactions *cross-border*. Ambitieux et complexe, ce projet pose surtout des questions en termes de viabilité économique qui sont en cours de clarification par la BCE. Dernière initiative notable, la signature par les infrastructures de post-marché d'un code de conduite sous l'impulsion de la Commission européenne. La principale nouveauté en est l'apparition du concept d'interopérabilité des plateformes et particulièrement des chambres de compensation. Les réflexions dans ce domaine n'en sont qu'à leur début, mais elles pourraient conduire rapidement à la création de passerelles horizontales facilitant là encore l'accès aux marchés transfrontaliers.

LES DÉTERMINANTS DE L'EUROPE DE DEMAIN

De ce panorama assez diversifié et des transformations en cours ressortent quelques grands fondamentaux qui s'imposeront de manière quasi certaine aux acteurs de l'Europe financière.

D'abord l'inévitable course à la taille : chaque transformation a un coût direct pour les acteurs et nécessitera une capacité d'investissement soutenue dans les années à venir. Pour pouvoir y faire face, un mouvement de rationalisation des stratégies d'investissements est inévitable et seuls les acteurs majeurs disposeront des volumes nécessaires pour amortir les dépenses à engager.

La standardisation ensuite : les systèmes propriétaires locaux ont vécu et les normes communes vont désormais finir de s'imposer. Cette standardisation signifie en retour une accélération de la concurrence, tant les particularismes nationaux ont longtemps été des barrières confortables à l'entrée de concurrents sur un marché.

«Un mouvement de rationalisation des stratégies d'investissements est inévitable et seuls les acteurs majeurs disposeront des volumes nécessaires pour amortir les dépenses à engager.»

La baisse des marges est le corollaire naturel des deux évolutions précédentes. Elle ne sera pas uniforme et une prime aux plus innovants et à certains acteurs de niche continuera par nature d'exister. Il n'en reste pas moins que la pression pourra être brutale : les *brokers*, dont le marché est maintenant complètement ouvert au niveau européen, en ont largement fait l'expérience au cours des dernières années.

L'externalisation des centres de décisions hors d'Europe est une autre tendance lourde. La communauté européenne, fidèle à sa ligne politique, a clairement fait le choix de la promotion de la concurrence plutôt que de chercher à faire émerger des acteurs européens sectoriels puissants. De ce point de vue, le devenir dans les prochaines années de NYSE Euronext sera emblématique de la capacité de l'Europe à exister dans une logique d'ouverture internationale.

L'EUROPE DE 2015 : CONCENTRATIONS À CHOIX MULTIPLE

S'il est difficile de deviner comment les transformations en cours vont finalement se combiner, il est tout de même possible de dessiner quelques scénarios.

Premier scénario, l'émergence d'une Europe multipolaire : la conjonction des investissements nécessaires et des évolutions techniques pousse vers une concentration non seulement en termes d'acteurs mais aussi géographique. La France dans ce scénario pourrait bien sûr bénéficier de quelques positions solides. Mais elle ne pourra continuer d'exister sans que les acteurs majeurs ne maintiennent une politique de croissance interne et externe soutenue. Dans le monde de la gestion, par exemple, la France occupe, avec près de 22 % de part de marché, une place de leader de la gestion de fonds OPCVM en Europe. Pourtant les grands acteurs français n'ont pas encore atteint la taille de leurs concurrents anglo-saxons et restent donc structurellement menacés. Plus exposés encore, les métiers de l'*asset servicing* où beaucoup prévoient que la place luxembour-

geoise devrait renforcer son rôle de plaque tournante de l'industrie des fonds européens, tandis que la Belgique sera un concurrent redoutable sur le *local custody*. En résumé, ce scénario de spécialisation régionale est sans doute le plus vraisemblable et le plus séduisant. Mais pour émerger il impose que soient réalisés rapidement des choix stratégiques clairs auxquels tous les acteurs ne sont pas également préparés.

Deuxième scénario, une Europe concentrée sur une place quasi unique. Cette hypothèse pousse à l'extrême la logique de concentration sur un petit nombre d'acteurs. En pratique, ce scénario reviendrait à concentrer à Londres l'ensemble des forces européennes tant pour la gestion que pour l'exécution ou le post-marché. Les conséquences en seraient évidemment dramatiques pour les places financières continentales reléguées à des rôles secondaires. Ce scénario n'est pas à exclure. Il pourrait même représenter une stratégie défensive dans une hypothèse de poursuite de la croissance très rapide des marchés émergents, asiatiques en particulier, et de marginalisation consécutive de l'Europe au sein des marchés de capitaux. Il se heurte néanmoins à des obstacles évidents, depuis le coût et la disponibilité de la main-d'œuvre

jusqu'aux traditionnelles barrières de langue. Surtout, le maintien prévisible du Royaume-Uni hors de la zone euro constitue un facteur de complexité pour l'instant difficile à surmonter.

Dernier scénario : aucun mouvement ordonné de spécialisation ne se produit. L'Europe financière décline progressivement au profit de nouveaux marchés et de nouveaux grands acteurs mondiaux. Londres conserverait alors sans doute un rôle en tant que place financière internationale mais ne bénéficierait pas d'un déclin de l'industrie financière continentale. Ce scénario catastrophe marquerait naturellement l'échec de la méthode de construction européenne telle qu'elle est actuellement engagée. Le risque que ce scénario advienne réellement n'est pas négligeable et doit être pris au sérieux par les acteurs européens. Seule une capacité de mobilisation et des choix d'investissements efficaces peuvent écarter la menace d'une Europe marginalisée : il vaudrait ainsi sans doute mieux que les Européens arbitrent dans leur volonté d'investissement et de développement pour se recentrer sur leurs domaines d'expertise, plutôt que de se voir marginalisés à force de vouloir tout maîtriser. ■

POUR EN SAVOIR PLUS

À LIRE

■ Bourse et marchés financiers

Yves Simon, Michel Fleuriot, Economica, 2003.

■ Le droit de l'introduction en Bourse

Muriel Goldberg-Darmon, Revue Banque Édition, 2003.

■ La Bourse

Jacques Hamon, Benoît Jacquillat, PUF, coll. "Que sais-je?", 2006.

■ La Bourse et ses back-offices

Nelly Desbarrières, Philippe Dupont (Préface), Economica, 2006.

■ Les marchés boursiers dans le monde

Éric Le Fur, Éditions du Siècle, 2007.

■ On a vendu la Bourse ! :

Pourquoi Euronext est devenue américaine

Nicolas Raulot, Economica, 2007.

■ A la découverte du monde de la Bourse :

Manuel d'économie boursière

Jean-Pierre Deschanel, Bruno Gizard, PUF, 2007.

RAPPORT

■ Consolidation mondiale des bourses

rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation Française, 2007.

INTERNET

■ **FESE** (Federation of European Securities Exchange)
WWW.fese.be

■ **WFE** (World Federation of Exchanges)
www.world-exchanges.org

■ **FIA** (Futures Industry Association)
www.futuresindustry.org

ROMAN

■ Crimes et délits à la Bourse de Pékin

Jiahong He, Éditions de l'Aube, 2005.



À voir aussi le prochain dossier de Banque Stratégie n° 257 à paraître le 19 mars 2008 sur, entre autres, les Bourses européennes.