

Euro et concurrence des places financières

Didier Cahen*
Consultant



L'euro n'est pas synonyme d'uniformisation des places financières dans l'Union monétaire. Plusieurs places devraient se maintenir, chacune développant ses spécificités. La capacité d'innovation sera un atout sérieux.

Le marché européen de capitaux connaît déjà des évolutions fondamentales marquées par l'entrée en vigueur de la Directive sur les services en investissement. Activement préparée par les marchés financiers, l'entrée en Union économique et monétaire (UEM) accélèrera les mutations en cours et conduira à un marché européen de taille mondiale. Ce marché sera plus important que la simple addition de chacune des monnaies nationales des pays membres. Il sera en outre plus liquide et plus profond, offrant ainsi de nouvelles opportunités aux banques les plus actives sur ce marché. L'investisseur devrait être le principal gagnant de ce processus qui rendra effectif le choix des services financiers dans un contexte concurrentiel.

Face aux États-Unis qui disposent de 8 bourses de valeurs traditionnelles et de 7 marchés à terme, les pays de l'Union européenne disposent de plus de 30 bourses de valeurs et de 26 marchés d'options et de contrats à terme. Tous ne trouveront pas leur place en UEM.

La situation actuelle en Europe est marquée par trois places importantes : Londres, Paris, Francfort. Cependant, Londres est la place financière prédo-

minante. 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 opérations internationales d'émission - l'euromarché -, le marché secondaire d'actions et d'obligations, les opérations de change, les fusions-acquisitions.

Maintien de plusieurs places financières

On pourrait penser qu'avec la monnaie unique, il y aura comme aux États-Unis, une seule grande place financière. Dans ce domaine, rien n'est joué. D'abord le modèle américain n'est pas simple. Il existe d'autres places que New York, dont certaines comme Chicago ou Philadelphie où s'est développée une activité financière moderne ces dernières années.

Il est vrai qu'en l'absence de restriction aux échanges, il existe de puissants facteurs de concentration et d'uniformisation des activités financières. Les progrès technologiques, qui ont permis des communications moins chères et plus fiables, ont facilité l'interconnexion des marchés, la délocalisation des produits financiers et fait apparaître des économies d'échelle importantes.

Les facteurs d'uniformisation sont propres à l'intégration monétaire eu-

ropéenne : tendance à l'homogénéité des produits et au rapprochement des structures et des pratiques financières, convergence des taux, harmonisation progressive des règles prudentielles.

Toutefois, cela ne doit pas nécessairement conduire à la quasi monopolisation de l'activité dans un seul centre financier. Il y aura au contraire pluralité de places financières pour plusieurs raisons :

- une certaine inertie des activités subsistera pour des raisons à la fois historiques ou sociologiques (réputation, notoriété, image...), structurelles (poids économique du pays, son ouverture sur l'extérieur, son infrastructure d'accueil...) et pratiques ; un certain nombre de métiers financiers nécessitent des contacts directs (banque de détail, conseil...)
- les réglementations resteront pour une part différentes d'une place à l'autre ;
- l'attraction et la réputation de certains émetteurs, publics ou privés, renforcée par une notation suffisamment sélective, bénéficieront à certaines places financières ;
- le niveau de performance (fiabilité et rapidité des informations et des flux) des technologies utilisées sur les diverses places restera différent ;
- la tendance à l'homogénéité des produits financiers ne fera pas disparaître l'innovation, gage de la diversification et du renouvellement de

* Auteur de l'ouvrage «L'euro : 1997-1999 l'heure des préparatifs», Editions d'Organisation (mars 1997).

l'offre, et ce d'autant que le processus d'innovation est quasi permanent dans la finance en raison de plusieurs facteurs (exigences plus fortes d'une clientèle mieux informée qu'il s'agit de fidéliser, cycle de produit plus court que dans l'industrie, absence de protection par un brevet, diffusion rapide sur les autres places).

De plus, la politique monétaire unique sera basée sur le principe de décentralisation, les banques centrales nationales conservant, à côté de la Banque centrale européenne, un rôle opérationnel dans sa mise en œuvre. Cependant rien n'est acquis. C'est-à-dire que les places et les établissements qui y sont principalement localisés doivent se préoccuper en permanence de leurs attraits. Et beaucoup d'éléments concourent à rendre une place attrayante. En effet, au-delà de facteurs comme l'environnement externe de la place, la taille du système financier, la sécurité, l'efficacité (faiblesse des coûts...), la transparence, la gamme des produits et services offerts et la liquidité des marchés, d'autres éléments ont une

Chaque place devra faire la démonstration de sa capacité créatrice, de son efficacité... Les places financières défendront leurs intérêts d'autant mieux que les hommes qui les animent seront plus créatifs et plus imaginatifs.

influence : le régime fiscal, la qualité de l'éducation, la facilité et l'agrément de vie dans l'agglomération.

C'est pourquoi chaque place devra en permanence faire la démonstration de sa capacité créatrice, de son efficacité, de sa productivité s'agissant des activités qu'elle est appelée à rendre. En dernière analyse, les places financières défendront leurs intérêts d'autant mieux que les hommes qui les animent seront plus créatifs et plus imaginatifs.

La place de Londres dominera-t-elle ?

Le risque d'une forte régression de Londres est relativement faible, que le Royaume-Uni participe ou non à l'UEM. Tout d'abord, la monnaie

nationale, la livre, pèse peu dans les opérations effectuées à Londres ; la taille modeste de l'économie britannique ne semble pas non plus affecter l'importance de la place de Londres, qui dépend pour l'essentiel des activités internationales. Ensuite, le dollar, le yen et plus tard l'euro pourront sans difficulté y être utilisés comme monnaie de transaction. De plus, la position de départ de Londres est très forte. La concentration des sociétés financières (banques d'investissements, conseillers financiers, investisseurs institutionnels), les moyens financiers mis en œuvre et le savoir-faire des spécialistes y sont très élevés.

Sur le marché des changes, le volume traité quotidiennement atteint plus de 450 milliards de dollars à Londres, alors qu'il ne dépasse pas 80 milliards en Allemagne et 60 milliards ►

pour la place de Paris. Près de 40 % de l'activité journalière mondiale de ce marché se réalise à Londres, Francfort drainant 6 %, suivi de Paris avec 4,5 % du chiffre journalier mondial (1).

Selon ses estimations, **la Bourse de Londres traite environ 90 % des opérations transnationales sur actions.** Elle revendique les trois-quarts des opérations sur les valeurs cotées aux Pays-Bas, la moitié de celles qui sont cotées en France et en Italie et le quart des valeurs inscrites à la cote en Allemagne. En termes d'indices de capitalisation boursière globale (actions et obligations), la place de Londres occupe une position dominante, tant en chiffres absolus qu'en termes relatifs, avec 184 % du PIB capitalisé, contre 93 % pour la place de Paris et 82 % pour la place de Francfort.

Toutefois, si l'Angleterre ne participe pas à l'Union monétaire, la Banque centrale d'Angleterre ne pourra probablement pas participer aux opérations de la Banque centrale européenne (BCE). Les établissements bancaires britanniques, qui chercheront à se refinancer auprès de la BCE, le feront à travers leurs filiales situées à Francfort, Paris et dans d'autres lieux (comme par exemple Luxembourg) où de telles transactions se contracteront. Voilà qui pourra porter certains préjudices à Londres dans le domaine du marché monétaire.

Il en ira de même pour les émissions de la dette publique négociable des pays participants à la monnaie unique. Les gouvernements favoriseront leurs établissements de crédit nationaux. Paris et Francfort joueront donc un rôle considérable dans les opérations d'émission pour les emprunts d'État en euro. Il faut s'attendre à une lutte d'influence entre Paris et Francfort. Le système actuel d'émission à Paris, qui s'apparente à celui des États-Unis, est plus efficace que le système allemand, mais le gouvernement et la communauté financière allemands s'efforcent d'ores et déjà d'assurer le développement de la place financière de Francfort.

Il est plus difficile de prévoir l'évolution concernant **le marché primaire et secondaire des actions.** A plus long terme, il faudra probablement compter sur l'intégration crois-

sante des marchés d'actions pan-européens, mais là encore, les places financières existantes vont tenter de protéger leurs positions par de nouvelles technologies et par des mesures de libéralisation.

Une concentration globale à Londres **des opérations sur dérivés** est possible. Cependant des places financières dynamiques telles que celles de Paris (la création du Marché à terme des instruments financiers et du Marché d'options négociables de Paris en sont le meilleur exemple) et de Francfort (Deutsche Terminbörse) peuvent, comme dans le cas de Chicago aux États-Unis, conserver leur rôle respectif sur ces marchés.

Les **marchés d'options et de contrats à terme** se livrent actuellement à une rude concurrence, avec la liquidité comme enjeu principal. Le Liffe de Londres est aujourd'hui le plus grand marché d'instruments dérivés en Europe, à la fois en termes de volume et d'instruments traités (le Matif occupe la seconde place). Le premier contrat du Liffe n'est pas le contrat domestique sur les *Gilts*, mais sur les *Bunds* allemands, dans des volumes très supérieurs à ceux traités sur la «Deutsche Terminbörse» (DTB)...

Les atouts de la place de Paris : une technologie performante

Le système financier français bénéficie de réels atouts pour aborder le passage à l'euro, même si ce processus impose la poursuite des transformations en cours et l'amélioration de la situation du secteur bancaire. Les marchés de capitaux français ont été, en effet, modernisés et diversifiés et reposent sur des infrastructures techniques efficaces.

Dans le domaine des titres, la place de Paris présente plusieurs attraits dans la perspective du passage à l'euro :

- une gestion dématérialisée des titres depuis 1984 ;
- la mise en place d'un système unique de règlement grande vitesse (RGV) grâce à la fusion opérée entre les systèmes Relit (règlement-livraison titres) et Saturne ;
- en 1996, la Société des bourses

françaises (SBF), le Matif et le Moneyp figurent dans le peloton de tête des marchés européens dans leur domaine respectif. En outre, la SBF s'est préparée au nouvel environnement concurrentiel par la mise en service d'un nouveau système de négociations (Supercac) vendu aux bourses de Bruxelles, Toronto et São Paulo, ainsi que celle d'un système de diffusion satellitaire d'informations de marché qui permet de donner les cours de la Bourse de Paris en temps réel sur 70 000 écrans dans le monde ;

- la Société interprofessionnelle de compensation des valeurs mobilières (Sicovam) est dans le peloton de tête du règlement-livraison ;
- le marché des pensions livrées est l'un des mieux organisés sur le plan international ;
- dans le secteur de la gestion des capitaux, la France est le premier pays en Europe pour les produits de gestion collective, une position qui doit la conduire à envisager la disparition de la frontière monétaire comme une nouvelle opportunité de développement.

La place financière française se prépare au rendez-vous du passage à l'euro. Dès 1997, l'ensemble des systèmes de paiement de gros montants et de règlement-livraison auront été refondus. Il s'agit de doter les acteurs du système bancaire et financier d'outils adaptés à l'explosion des volumes de transactions observée depuis la libéralisation des mouvements de capitaux – les banques françaises s'échangent quotidiennement plus de 1 000 milliards de francs chaque semaine – et qui intègrent la contrainte de la monnaie unique.

S'agissant des moyens de paiement, la France est l'un des pays, voire le pays européen qui a poussé le plus loin et de façon la plus universelle la coopération entre banques et qui, de ce fait, dispose aujourd'hui des systèmes de paiement modernes, sûrs et importants en termes de volumes d'opérations traitées par habitant. Fort de cet acquis de l'interbancaire, la communauté bancaire française dispose d'un savoir-faire qui lui sera particulièrement utile dans le cadre du passage à la monnaie unique et qui pourrait lui permettre d'exporter son savoir-faire au plan européen si les banques françaises s'accordent pour «conquérir» collectivement l'Europe des paiements... ■

(1) Le marché des changes français est longtemps demeuré presque inexistant en raison des contraintes liées au maintien du contrôle des changes jusqu'à la fin de la décennie précédente.

A long terme, il faudra compter sur l'intégration croissante des marchés d'actions pan-européens, mais les places financières existantes vont tenter de protéger leurs positions par de nouvelles technologies et par des mesures de libéralisation.