

# Les Entretiens de la Maison Dorée

## LE MARCHE EUROPEEN DES SERVICES FINANCIERS *OU EN EST-ON ?*

---

Compte-rendu de la réunion du 4 octobre 2007

INTRODUCTION PAR M. DU MOULIN DE LABARTHETE:

---

*M. Arnauld du MOULIN de LABARTHETE est responsable des Entretiens de la Maison Dorée*

C'est avec un grand plaisir que Monsieur du MOULIN de LABARTHETE accueille Monsieur Jacques de LAROSIERE, conseiller du Président, qui fut également Directeur Général du FMI, Gouverneur de la Banque de France et Président de la BERD.

Monsieur Jacques de LAROSIERE commencera son intervention par un bref exposé, avant de répondre à quelques questions.

EXPOSE DE M. JACQUES DE LAROSIERE:

---

*M. Jacques de LAROSIERE est Conseiller du Président et Gouverneur honoraire de la Banque de France*

M. Jacques de LAROSIERE aborde aujourd'hui la question du marché unique des services financiers en Europe.

QUELLE EST L'IMPORTANCE DU MARCHE FINANCIER EUROPEEN ? COMMENT SE COMPARE-T-IL AUX AUTRES GRANDS MARCHES DU MONDE, ET NOTAMMENT A CELUI DES ETATS-UNIS ?

1. Les émissions nouvelles brutes d'obligations en euro ont considérablement augmenté depuis la création de l'euro. Depuis 1999, elle se sont élevées à un montant cumulatif de 14,9 milliards d'euros, contre 25,7 milliards d'euros pour les nouvelles émissions de bons en dollar.

Toutefois, le rôle des banques dans le financement de l'économie étant structurellement beaucoup plus important en Europe qu'aux Etats-Unis, il est plus significatif de considérer le rôle international respectif des bons en euros et en dollar.

Le calcul des émissions des sociétés « non résidentes », des gouvernements étrangers et des institutions multilatérales sur les marchés extérieurs montre que les émissions d'obligations à plus de deux ans représentent, depuis 1999, un montant cumulé de 5 milliards d'euros, contre 5,5 milliards d'euros pour les émissions en dollar. Toutefois, si l'on inclut les émissions obligataires à court terme et les émissions du marché monétaire, on observe que les émissions totales nettes en euros ont représenté plus de 54,9 % du marché mondial en 2005, contre 26,4 % seulement pour le dollar.

Ainsi, le marché de l'euro s'est considérablement étendu depuis le début des années 2000, et il représente une source de fonds d'une taille significativement supérieure à celle du dollar. Si le dollar reste prédominant en tant que monnaie de réserve internationale, en revanche, le marché obligataire est devenu bipolaire.

2. Les marchés d'actions :

En 2005, la zone euro représentait 16,8 % de la capitalisation boursière mondiale, alors que la part des Etats-Unis s'élevait à 41,6 %, et celle du Japon à 11,1 %. Si l'on considère la capitalisation boursière rapportée au PIB des pays et des zones considérés, on constate que la zone euro représentait 55 % en 2005 (contre 42,7 % en 2003), alors que la capitalisation boursière américaine représentait 105,24 %, et 84,9 % pour le Japon. On constate donc un net retard de la capitalisation boursière européenne.

Les marchés d'actions aux Etats-Unis ont récemment perdu de leur attrait. Alors que dans les années 1990, ils attiraient environ 50 % de toutes les nouvelles introductions publiques en bourse, ce pourcentage a chuté à 6 % en 2005, véritable année noire pour la bourse américaine. Cette chute s'explique par les contraintes réglementaires de Sarbanes-Oxley, la montée en puissance des marchés de capitaux privés, le coût élevé de l'inscription à la cote de la bourse de New York, et la crainte des sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis (ou qui envisagent de s'y coter) d'y être définitivement bloquées par les obstacles réglementaires qui,

récemment encore, rendaient difficile la sortie de la cote.

### 3. Les services financiers :

Depuis 2001, l'Europe n'a cessé de rattraper son retard par rapport aux Etats-Unis en matière de fonds gérés, de revenus des banques d'investissement, de transactions en actions et de hedge funds. En matière d'assurance (vie et non vie), les primes des compagnies européennes dépassent celles des sociétés américaines depuis 2003. avec 1 300 milliards de dollars de primes pour les compagnies européennes en 2005, contre 1 100 milliards de dollars pour les compagnies américaines.

En moyenne, les revenus générés par le client européen d'une banque d'investissement européenne représentent 71 % des revenus générés par le client américain d'une banque américaine. Les actifs des banques commerciales européennes représentent près de quatre fois ceux de leurs homologues américaines. A la fin de l'année 2005, le stock des prêts internationaux consentis par les banques européennes s'élevait à 14 000 milliards de dollars, contre seulement 1 900 milliards pour les banques américaines. Même en tenant compte des prêts intra-européens, l'activité internationale des banques européennes reste trois fois plus importante que celle des Etats-Unis.

L'importance mondiale des marchés des services financiers européens est une donnée de fait, et le caractère compétitif des acteurs européens est une réalité.

#### L'INSUFFISANCE DE L'INTEGRATION DES MARCHES FINANCIERS EUROPEENS ET LES VOIES DE PROGRES

Les marchés obligataires, les activités de gros et les marchés monétaires européens sont relativement bien intégrés. En revanche, il n'en va pas de même pour les activités de détail, qui font l'objet de réglementations nationales très différenciées en matière de protection des consommateurs. L'Europe se caractérise par la fragmentation des infrastructures de marché, tant en ce qui concerne les bourses que les systèmes de *clearing* et de règlement. Le coût du *post trading* est quatre à dix fois plus important en Europe qu'aux Etats-Unis. L'Europe est l'objet de réglementations et de systèmes de supervision encore très morcelés. Bien que le processus Lamfalussy se soit efforcé d'apporter davantage de coordination et d'homogénéité en matière de transposition nationale des directives et d'application de la supervision, les divergences nationales sont encore très significatives.

Pour faire face à ce phénomène, il est nécessaire d'adopter et de conjuguer deux types d'approches. L'harmonisation constitue une approche classique. Toutefois, elle touche à des sujets sensibles, notamment la protection des consommateurs, la diversité des habitudes en matière de moyens de paiement, et l'harmonisation des droits en matière de faillite. Plutôt que de proposer un nouvel arsenal de directives, la Commission Européenne tend à se centrer sur d'autres priorités, notamment la constitution d'une zone unique de paiement européen (le SEPA), ou l'établissement d'un code de bonne conduite de l'activité des structures post-marchés. Ces mesures sont utiles, mais insuffisantes ; elles doivent être conjuguées à une autre approche.

Cette seconde approche consiste à renforcer les grands acteurs européens pour leur permettre de se développer à l'échelle mondiale. Pour construire l'Europe financière, il est nécessaire de

favoriser une réglementation et une supervision permettant à des groupes trans-frontaliers d'étendre leur activité sous l'égide d'un *lead regulator*. Un tel système étant susceptible d'engendrer des incohérences dans l'application des directives, il devrait nécessairement s'accompagner d'une instance arbitrale permettant d'identifier et de traiter immédiatement ces incohérences. En outre, les systèmes bancaires des nouveaux adhérents à l'Europe sont largement détenus par des groupes étrangers. Il est donc politiquement indispensable de donner un droit de regard aux régulateurs des *host countries* sur la régulation et la supervision de leur système bancaire.

En cas de crise systémique, il importe de savoir qui paiera la note : sera-ce le régulateur ou le ministère des finances du pays du *lead regulator*, ou celui du *host country* ?

## QUESTIONS

**Quelle est votre opinion sur l'évolution prévisible du cadre réglementaire des opérations dérivées sur *commodities* ? Sur ce marché exponentiel, quels sont à votre avis les enjeux ?**

Cette question est exclusivement centrée sur les *commodities*, qui représentent pourtant la plus modeste catégorie de dérivés (6,9 trillions d'euros, sur un total de 415 trillions). Toutefois, les *commodities* sont les dérivés dont la croissance a été la plus forte, puisqu'ils ne représentaient que 1,4 trillions fin 2004.

La profession n'est pas favorable à une réglementation du marché des dérivés. Il serait toutefois inexact d'affirmer qu'aucune réglementation n'existe en la matière, puisque les banques qui proposent des transactions dérivées ont l'obligation de vérifier la qualité des contreparties, et de lancer des appels de marge lorsque les contreparties se dégradent. En revanche, des acteurs non bancaires (financiers, industriels ou commerciaux) proposent des dérivés. La question est de savoir si ces acteurs non régulés devraient faire l'objet de règlements.

**Dans la réalité des faits, quels éléments en font un marché unifié et homogène ? Inversement, quels facteurs structurels le rendent encore éclaté et hétérogène ? Est-on globalement plus proche de l'un que de l'autre aujourd'hui ? Ou bien la situation appelle-t-elle une analyse différenciée par métiers ?**

Un marché unifié et homogène se caractérise par l'unité des règles prudentielles et de protection des consommateurs et des investisseurs. Sans être nécessairement identiques, ces règles doivent être homogènes. Un établissement devrait pouvoir proposer ses produits dans un autre pays sans être obligé de s'y implanter par voie de succursales ou de filiales.

Plusieurs facteurs font obstacle à l'unification et à l'homogénéisation du marché. Ces obstacles résident notamment dans les différences de transposition des directives au niveau national, la disparité des règles, l'éclatement de la supervision et la fragmentation des infrastructures.

Le marché actuel se trouve encore à mi-chemin entre l'unification et l'éclatement, l'homogénéité et l'hétérogénéité. Cette situation appelle donc une analyse différenciée par métiers. Le marché est très unifié en matière d'émission de bons, de *wholesale banking*, mais il ne l'est pas en matière de *retail*.

**Le marché européen peut-il valablement concurrencer les autres marchés, notamment américain (en tenant compte de l'euro, monnaie plutôt forte) ?**

Cette question appelle clairement une réponse positive. L'Europe possède des atouts majeurs face à la concurrence internationale, notamment son système de banques commerciales, l'adoption de Bâle II, et sa stabilité financière interne.

**Avons-nous besoin d'une autorité financière européenne pour surveiller le marché**

**financier ? L'harmonisation des marchés européens n'est-elle pas liée à la mise en place d'autorités de tutelle ou de régulateurs communs ?**

Bien que le terme « autorité » prête à débat, il est nécessaire d'homogénéiser, d'harmoniser la régulation et la surveillance des groupes pour réaliser des économies d'échelles, améliorer l'efficacité du marché et pour rendre le système plus fluide.

Les méthodes du processus Lamfalussy ne permettront pas de mettre en place cette harmonisation, car les acteurs obéissent à des logiques d'intérêt national. Dans le cadre de leurs travaux au sein du Comité Delors, les participants ont considéré que leur mission consistait à contribuer à la création de la meilleure Banque Centrale Européenne possible, et non à défendre des considérations purement nationales. Il est donc possible et nécessaire d'orienter les mandats des comités Lamfalussy vers une plus grande prise en compte des intérêts européens. Cette question constituera un des enjeux majeurs de la présidence française de l'Union européenne.

**Le SEPA est-il en enjeu-clef ou secondaire au regard de l'évolution des services financiers ? Quels sont les enjeux clefs ?**

Un système de paiement entièrement intégré n'est qu'un des multiples éléments constitutifs d'un marché unique. Il ne constitue pas un enjeu prioritaire. Une généralisation des moyens de paiement électroniques serait un progrès, mais une telle évolution ne se décrète pas. Elle relève d'une modification progressive des habitudes.

Le SEPA propose un système unifié en matière de virements, de transferts et de cartes. La prudence s'impose vis-à-vis d'une telle initiative, car son économie est fragile. Soumettre le système de cartes à un modèle unique risquerait de le dé-rentabiliser et de le déséquilibrer. Des mesures trop rapides, notamment concernant les interchanges, risqueraient de pousser les banques à adopter une solution de type American Express, ce qui n'est certainement pas souhaitable pour l'Europe.

**Quelles sont les différentes conceptions qui s'affrontent au plan européen quant à l'évolution des marchés financiers ? En faveur de quelle conception le groupe BNP Paribas milite-t-il ? Quels sont nos alliés et nos opposants européens en la matière, s'il en existe ?**

Le Président de BNP Paribas a pris des positions très claires : il est favorable à un marché intégré. Il a toujours préconisé une harmonisation des systèmes de protection des consommateurs, dont l'absence empêche le *retail* de devenir véritablement européen. S'agissant des alliés et des opposants à cette conception, certaines banques modernes, souhaitent s'étendre à l'étranger, tandis que d'autres se replieraient volontiers sur un système compartimenté nationalement.

**Le rapprochement entre services bancaires et produits d'assurance pourrait-il, à terme, aboutir à une fusion de leurs métiers ?**

Les frontières entre services bancaires et produits d'assurance se sont estompées, et la bancassurance est une réalité. Toutefois, une fusion complète de ces métiers est improbable, car il existe des différences fondamentales, notamment, en matière de financement de ces métiers.

**Quelles peuvent être les conséquences de la crise du *subprime* sur les prêteurs de crédit immobilier en Europe ?**

Le *subprime* n'existe qu'aux Etats-Unis, où il a constitué un formidable vecteur social, en permettant à des personnes modestes d'acquérir une maison. Toutefois, depuis trois ans, des abus consécutifs à la bulle immobilière aux Etats-Unis et aux excès de la titrisation ont conduit les brokers et les banques américaines à relâcher leur vigilance. Le *scoring* des emprunteurs est devenu de plus en plus lâche, l'apport personnel a quasiment disparu et la période de grâce de deux ans a incité les emprunteurs à s'endetter au-delà du raisonnable. Ce comportement des banques américaines s'explique, en grande partie, par la titrisation : ces banques ne conservaient pas ces actifs, mais les essaïmaient à travers le monde sous forme d'actifs financiers. De tels phénomènes attestent de l'interconnexion des marchés. Ainsi, le mauvais comportement de certaines banques américaines a pu se propager au monde entier.

Au printemps 2007, lorsque les défauts (*delinquency rates*) du *subprime* ont fortement augmenté, les agences de *rating* ont commencé à détériorer les notes de ces produits, provoquant ainsi un phénomène de panique et de contagion. Les investisseurs ont fui les marchés *d'asset backed securities* pour se tourner vers des produits plus classiques, ce qui a déclenché une crise de liquidité. Il importe donc de sortir de cette crise et de restaurer la confiance des investisseurs. Il n'est évidemment pas nécessaire de mettre fin à la titrisation. Toutefois, pour les produits très risqués, des règles de transparences sont indispensables. Celui qui propose un tel produit doit insister auprès de l'investisseur sur le niveau élevé de risque et sur l'absence de garantie.

**Peut-on s'attendre à un certain contrôle de la BCE par les pouvoirs politiques européens dans un proche avenir ?**

Un tel contrôle est interdit par le traité de Maastricht, traité international qui, et en tant que tel, s'applique à tous. La BCE a fort bien jugulé les tendances inflationnistes, et ses taux d'intérêts sont les plus faibles des grands pays industrialisés du monde. Depuis la création de l'euro, 13 millions d'emplois ont été créés, dont plus de 2 millions en France. La gestion monétaire de la BCE n'a en aucun cas été une cause d'affaiblissement économique, bien au contraire. La façon dont le Président de la BCE a géré la crise de liquidité a été exemplaire. Il y a donc tout lieu de se féliciter de faire partie d'un ensemble monétaire aussi bien géré et dirigé.

## Résumé

Le marché de l'euro s'est considérablement élargi depuis le début des années 2000, et constitue aujourd'hui pour l'ensemble des sociétés et des gouvernements du monde une source de fonds sûre, d'une taille désormais supérieure à celle du dollar.

Le marché des services financiers européens revêt aujourd'hui une importance mondiale, et les acteurs européens font preuve d'une véritable compétitivité à l'échelle de la planète.

Malgré de considérables efforts d'harmonisation accomplis depuis quelques années, le marché européen des services financiers n'est pas encore un véritable marché « unique ». La monnaie unique n'aura tout son sens et n'atteindra toute sa portée que lorsque l'espace financier européen sera réellement intégré.

Malgré la cohérence croissante entre les pays de l'Union Européenne en matière d'orientations générales, les spécificités nationales demeurent la règle en matière de transposition. Le fait que les acteurs européens aient souvent entrepris leur déploiement européen à partir d'acquisitions locales les prive de la simplification et des économies d'échelle résultant de l'expansion directe à partir de plates-formes uniques. De plus, la complexité et l'hétérogénéité des systèmes de régulation prudentielle et de surveillance pénalisent non seulement l'intensification des relations transfrontalières en Europe, mais risquent également de gêner l'expansion mondiale des grands acteurs financiers européens.

Pour construire l'Europe financière, il est donc nécessaire de favoriser une dynamique d'amélioration de la compétitivité, et l'Europe doit s'assurer une base solide d'acteurs ayant la vocation de se projeter à l'international ou de renforcer leurs positions en tant qu'institutions globales.

A cet égard, la réglementation et la supervision ont un rôle capital à jouer. Bien conçues et appliquées avec cohérence, elles peuvent faciliter cette évolution. Trop morcelées, trop complexes ou trop lourdes, elles peuvent au contraire freiner cette internationalisation. Il faut donc éviter que la complexité et la fragmentation des systèmes réglementaires et de supervision européens ne fassent obstacle à cette nécessaire expansion.