

# L'INTÉGRATION DU SYSTÈME FINANCIER EN EUROPE

**Pascal de Lima \***

*Cet article vise à faire le point sur les facteurs et les obstacles à l'intégration du système financier européen selon plusieurs axes d'analyse: nous analysons de prime abord les facteurs et les obstacles à l'intégration des marchés financiers et du secteur bancaire européen, en particulier les facteurs de l'intégration financière liés directement à l'unification monétaire: la mise en circulation de l'euro apparaît alors comme un stimulant à la consolidation du secteur bancaire au niveau pan-européen. Dans ce cadre, il faut attendre des effets positifs de la consolidation bancaire pan-européenne pour les entreprises européennes, mais aussi une plus grande possibilité pour les banques européennes consolidées de mutualiser l'ensemble des coûts informatiques sur l'ensemble de la zone euro. Pourtant, l'euro ne favorise pas de manière aussi puissante l'intégration des marchés financiers européens et, en particulier, les marchés d'actions dominés par les Bourses traditionnelles aux intérêts antagoniques. Enfin, nous insistons sur les avancées et les réformes pour un développement accru de l'intégration du système financier européen. À ce titre, le « Plan d'action » en faveur des services financiers adopté par l'Union européenne prend acte de ce que nombre d'obstacles réglementaires sont à aplanir, en vue de créer l'environnement dans lequel concurrence et technologie pourront, à un certain horizon de temps, conduire à des marchés de capitaux, tout particulièrement des marchés d'actions, à des conditions d'accès beaucoup moins coûteuses pour les investisseurs.*

\* Enseignant invité à l'Institut Supérieur de Gestion Bancaire de Lisbonne (ISGB) et consultant chez Cap Gemini Ernst & Young.  
pascal.delima@sciences-po.org

Jusqu'à la mise en place du Système européen des banques centrales (SEBC <sup>1</sup>) au 1<sup>er</sup> janvier 1998, les Bourses européennes ainsi que les banques parvenaient à communiquer *via* un « mode opératoire » qui n'était guère moins coûteux, ni plus souple, que celui par lequel elles communiquaient avec les systèmes financiers <sup>2</sup> situés en Asie ou en Amérique, d'où l'idée d'une fragmentation inefficace du système financier européen <sup>3</sup>. C'est donc en raison de « la fragmentation du système financier en Europe », notion que nous nous proposons d'actualiser après l'avoir définie, qu'une expression comme celle de « système financier européen » a eu pendant longtemps une teneur discutable, puisqu'il s'agissait en réalité d'une juxtaposition de systèmes financiers nationaux restés — en dépit des accords de change caractérisant le Système monétaire européen — essentiellement indépendants, c'est-à-dire fragmentés selon deux points de vue : la fragmentation des techniques de transactions boursières, ainsi que la fragmentation du secteur bancaire européen.

Dans ce cadre, il semble que le lancement de l'euro en janvier 1999 soit une étape décisive de l'intégration européenne en même temps que la mise en communication directe des systèmes de paiements interbancaires nationaux *via* notamment, mais pas uniquement, son épine dorsale, le système TARGET (*Trans European Real Time Gross Settlement System*), système qui assure l'irrévocabilité des transferts de fonds pour tous les règlements pour lesquels une Banque centrale nationale ou la Banque centrale européenne est contrepartie. En mettant en communication les marchés interbancaires de la zone euro, la création de la Banque centrale européenne et son architecture bancaire, le SEBC, a probablement amorcé, en effet, la constitution d'un système financier méritant le qualificatif « d'Européen ». Les systèmes financiers des pays membres de la zone euro participent dorénavant au même « pool de liquidités » sur lequel prévalent les mêmes taux d'intérêt, gérés par la Banque centrale européenne :

1. La politique monétaire au sein de l'UEM (Union Économique et Monétaire) est définie par le SEBC (Système Européen des Banques Centrales). Il se compose de la BCE et des BCN des onze pays de l'UEM, dont la Banque de France. Le SEBC a pour mission de définir et mettre en œuvre la politique monétaire ; conduire les opérations de change ; gérer les réserves officielles de change des États membres ; promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

2. Par souci de clarté, nous désignons par système financier européen, les Bourses ainsi que les secteurs bancaires des différents pays de la zone euro.

3. Nous précisons « fragmentation inefficace », dans la mesure où, malgré l'idée tenace selon laquelle la fragmentation serait nécessairement génératrice d'inefficace, la fragmentation peut, en théorie, et moyennant certaines conditions liées à la fluidité des transactions locales, générer, aussi, une certaine forme d'efficace. Ainsi, il n'est pas non plus évident de dire que l'intégration du système financier européen ne génère pas d'inefficace, notamment d'inefficace sociale liée au risque de système.

— L'Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*), taux auquel des dépôts à terme en euro sont offerts par une banque de premier ordre à une autre banque de premier ordre à l'intérieur de la zone euro.

— L'Eonia (*Euro OverNight Index Average*), « *taux overnight* » effectif calculé à partir d'une moyenne pondérée de tous les prêts non sécurisés réalisés sur le marché interbancaire et initiés au sein de la zone euro par l'une des banques.

Cependant, il s'agit bien seulement d'un « amorçage » dans la mesure où le lancement de l'euro n'est pas un aboutissement mais le début d'un processus plus global d'intégration. On peut même affirmer que le développement, au cours des premières années du XXI<sup>e</sup> siècle, d'un système financier européen intégré est l'un des corollaires de l'unification monétaire les plus lourds de conséquences pour la prospérité future de l'Europe, ne serait-ce parce que la fragmentation de la sphère bancaire et financière recèle, en pratique, des montants importants de coûts de transaction inutiles. Dans ce cadre, l'intégration du système financier européen et le lancement de l'euro en particulier, pourront concrétiser la stratégie de croissance économique et de création d'emplois adoptée de longue date par l'Union européenne. Cette stratégie repose alors sur les gains d'efficacité ainsi que sur la baisse du coût des ressources financières attendue d'une plus forte attractivité du marché financier européen.

C'est ainsi que les systèmes financiers apparaissent au centre de l'allocation des actifs, et, dans ce cadre, l'efficacité accrue du processus d'allocation d'actifs est alors rendue d'autant plus nécessaire qu'il est aujourd'hui admis que celle-ci contribue à la croissance économique. Pourtant, le fractionnement des composantes du système financier européen se caractérise notamment par une juxtaposition de marchés financiers nationaux cloisonnés, ainsi que de secteurs bancaires à vocation essentiellement domestique, sources de coûts et d'obstacles à la croissance, d'où l'idée que nous défendons d'un système financier intégré à l'échelle européenne qui puisse justifier à la fois l'initiative des chefs d'États européens au sommet de Lisbonne en mars 2000 en faveur d'un plan ambitieux d'aplanissement des obstacles réglementaires à l'intégration financière en Europe, et le caractère de priorité donné à la réalisation de ce plan.

## I. Qu'est ce qu'un système financier intégré?

Le système financier européen, composé du secteur bancaire et des marchés financiers est destiné à connaître dans les prochaines années des transformations encore plus profondes que celles qu'il a déjà connues. Malgré des restructurations déjà opérées au cours des années 1990, tant au niveau des restructurations bancaires qu'au niveau des fusions de Bourses, les acteurs semblent d'après bon nombre d'observateurs, encore bien trop nombreux sur un marché européen qui, malgré de timides initiatives, resterait encore trop cloisonné: plus d'un millier de banques et 15 Bourses caractérisent aujourd'hui le système financier européen. En pratique, les pertes d'efficience qui accompagnent cette situation apparaissent alors évidentes pour plusieurs raisons: tout d'abord, le secteur bancaire est le secteur le plus directement concerné par la mise en circulation effective de l'euro à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002. Malgré les sources de cloisonnement rémanentes — dont les réglementations locales de protection des consommateurs-épargnants font partie — l'utilisation de l'Euro pour l'ensemble des transactions donne aux grandes banques universelles la possibilité d'offrir à leurs clients les services de « *cash management globalisé* », c'est-à-dire de gestion de la trésorerie des entreprises, ou le « *cash pooling* » à l'échelle du continent, en passant d'une logique de gestion des devises vers une logique de gestion des liquidités où l'homogénéisation des conditions d'accès à la liquidité devient aussi une des conditions de la pérennité de la confiance dans le système financier.

Ensuite, outre l'aspect euro, les banques qui auront su acquérir une dimension pan-européenne seront aussi celles qui seront les plus à même de suivre les grands groupes multinationaux dans leurs investissements. Les plus grandes banques européennes ont alors vocation à devenir des « puissances » sur les métiers de « *l'investment banking* » jusqu'ici dominés par les institutions américaines comme Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter ou Merrill Lynch: la Deutsche Bank a déjà affiché son ambition dans ce domaine à coté d'ABN AMRO-Rothschild et du tandem Crédit Agricole Lazard. Ce phénomène est également associé à l'idée d'une intégration rendue nécessaire du système financier européen. Si le débat reste ouvert à ce niveau, il pose cependant la question préalable de la mesure de l'intégration d'un système financier.

Une première définition générale, par l'approche sectorielle (Régniez 2001) montre que par « système financier intégré à l'échelle européenne », il faut entendre « un système financier où, grâce à la disparition du risque de change ainsi que des risques liés aux diverses politiques monétaires nationales, les processus d'allocation d'actifs — pour les actions ainsi que pour les obligations dites « corporate » émises par les entreprises, et même pour le « papier commercial » — favorisent la logique sectorielle au détriment de la logique reposant sur des marchés nationaux, et, ce faisant, à une allocation des ressources en capital plus efficace, parce que soumise à moins de contraintes non directement économiques ». Cette définition a l'avantage de mettre l'accent sur la notion d'inefficience liée au risque de change tout en insistant sur les avantages d'une logique d'efficience essentiellement sectorielle. Cependant, cette définition n'intègre pas explicitement la notion de convergence des prix généralement au centre des débats sur l'intégration économique.

Ainsi, peut-on trouver une autre définition générale dans l'article de Juan Ayuso & Robert Blanco, *Has financial market integration increased during the nineties?* Banco de España, décembre 1999 : une intégration parfaite du système financier européen se manifeste par l'absence de barrière à l'entrée susceptible de générer un frein dans le processus d'investissement ; aucune barrière « aux transactions financières cross-border » comme la fiscalité, la réglementation prudentielle, mais aussi les conditions tarifaires d'accès au marché. Dans ce cadre, une intégration parfaite ne présente, à l'équilibre, aucune opportunité de gain ou d'arbitrage dans la mesure où les mêmes prix prévalent sur tous les marchés. L'idée ici est celle d'une convergence des prix et notamment des taux d'intérêt qui réduise progressivement les opportunités d'arbitrage pour les investisseurs. C'est donc la course à la recherche de cet équilibre qui est générateur de gains potentiels d'efficience et non l'équilibre *in fine*.

Pour vérifier le degré d'intégration du système financier européen par les variables nominales, différentes méthodologies sont naturellement possibles : la notion de parité couverte et non couverte des taux d'intérêt, le calcul du différentiel d'intérêt entre deux régions et les tests de transmission des chocs macroéconomiques vers la structure de taux d'intérêt...

La macroéconomie utilise souvent la notion de « parité non couverte des taux d'intérêt » et « parité couverte des taux d'intérêt » (Frankel et Mac Arthur 1988, Frankel 1991, Lemmen et Eijffinger 1996). La parité non couverte des taux d'intérêt suppose que la prime de risque de

change est nulle. Cette hypothèse peut résulter de l'une ou l'autre des deux hypothèses suivantes: soit la neutralité des agents vis-à-vis du risque, soit l'absence de risque. Il s'agit bien entendu d'hypothèses fortes et la parité non couverte des taux d'intérêt ne doit pas être confondue avec la parité couverte des taux d'intérêt, qui suppose l'absence d'opportunité d'arbitrage. Dans ce cadre, la parité non couverte des taux d'intérêt se note:

$$i_{i,t}^{t+k} = i_{w,t}^{t+k} + E_t (\Delta S_t^{t+k}) \\ = \left[ i_{w,t}^{t+k} + (f_t^{t+k} - s_t) \right] + \left[ E_t (\Delta S_t^{t+k}) - (f_t^{t+k} - s_t) \right] \quad (1)$$

avec  $i$  le taux d'intérêt nominal prévalant sur le marché monétaire,  $f$  « le taux de change forward »,  $s$  le « taux spot » et  $w$  un pays de référence, alors que la parité couverte des taux d'intérêt se note:

$$i_{i,t}^{t+k} = i_{w,t}^{t+k} + (f_t^{t+k} - s_t) \quad (2)$$

Claudia Bush, dans l'article *Financial market integration in the US: lessons for Europe*, Kiel Institute of World Economics, 2000, propose une analyse économétrique simple en calculant le différentiel d'intérêt ( $i_i - i_j$ ) où  $i_i$  et  $i_j$  sont les taux d'intérêt de la région  $i$  et  $j$ . Bien que cette méthode présente des qualités pédagogiques, il faut savoir cependant, que la convergence régionale des taux d'intérêt n'implique pas nécessairement que le marché soit réellement plus intégré. Bodenhorn (1995) et Eichengreen (1984) suggèrent que les spreads d'intérêt ne révèlent en fait qu'une convergence exprimée nominalement sur des différents niveaux de risque, ni plus ni moins, et pas réellement un niveau d'intégration. Dans ce cadre, les chocs économiques et structurels vers les taux d'intérêt ne sont pas pris en compte. Jackson (1992) crée donc, dans ce contexte, d'autres tests pour analyser la transmission des chocs vers les taux d'intérêt. Ainsi, pour différentes régions des États-Unis, on analyse les changements de structure de taux, par rapport au taux national de référence du marché monétaire  $R$ , et une série de caractéristiques économiques, structurelles et régionales ( $D$ ) (pour « dummies »).

$$\Delta i_{it} = \alpha + \sum_{k=0}^T \beta_k \Delta R_{t-k} + \sum_{i=1}^N D_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

D'autres analyses suggèrent que les prix ne peuvent jamais vraiment être égaux. Pour remédier à ce problème, on dit que dans un marché intégré, il doit exister une relation de long terme entre les taux d'intérêt des différents pays, il s'agit de l'approche par la co-intégration. Dans le court terme, les taux peuvent être susceptibles de dévier de cet

équilibre, mais l'existence d'une relation de long terme limite les divergences de taux et permet de se prononcer sur le degré d'intégration du système financier. Dans ce cadre, la co-intégration signifie qu'il existe une relation de long terme entre deux ou plusieurs séries de taux nominaux.

La convergence des variables nominales peut aussi ne plus suffire à caractériser le degré d'intégration du système financier puisqu'elle ne prend pas en compte les comportements sous-jacents des acteurs économiques, notamment les comportements d'épargne et d'investissement en réponse à la convergence nominale par les taux d'intérêt. Ici, l'accent est mis sur les comportements sous-jacents à la convergence nominale. Ce sont les comportements macroéconomiques d'épargne et d'investissement (transmission à la sphère réelle) qui peuvent être susceptibles d'élucider la question de l'intégration du système financier. Dans ce cadre, Feldstein et Horioka, 1980, montrent que les investissements domestiques doivent aussi ne subir aucune contrainte particulière qui ne soit imposée par les comportements d'épargne domestique. Autrement dit, l'évolution de l'investissement national ne doit pas être corrélée à l'évolution exclusive de l'épargne nationale. Il doit y avoir une certaine mobilité interrégionale des capitaux. Ce degré de mobilité peut alors être mesuré par la corrélation entre l'épargne et l'investissement :

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right)_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

ou  $I$  est l'investissement,  $S$  l'épargne et  $Y$  le PNB de la région  $i$ . Dans le cadre d'une intégration parfaite du système financier et de mobilité parfaite des capitaux, une augmentation du taux d'épargne d'une région  $i$ , doit nécessairement s'accompagner d'une hausse des investissements dans toutes les autres régions et pas uniquement dans la région  $i$ . Quand  $\beta$  est proche de 1, cela signifie que le système financier est très fragmenté. Cette mesure a cependant un inconvénient de taille : une diminution de la corrélation entre l'épargne de la région  $i$  et l'ensemble des investissements des différentes régions peut aussi signifier un certain nombre de contraintes de solvabilité inter-temporelles de certaines régions. Ainsi, peut-on parfois s'orienter vers les indicateurs dits « spécifiques ».

Dans ce cadre, il existe aussi les indicateurs selon le compartiment du système financier : le « *retail banking* » et les marchés financiers.

— L'exemple du « *retail banking* » : Friedrich Heinemann et Mathias Jopp, dans l'article *The benefits of a working European retail market for financial services*, report to European Financial Services Round Table, Berlin 2002, montrent qu'il est possible d'analyser le niveau d'intégration

du compartiment bancaire du système financier *via* les parts de marché des banques étrangères au sein des différents pays européens. On trouve aussi dans l'article de Claudia Buch, Financial market integration in a Monetary Union, Kiel Institute of World Economics, juillet 2001, des indicateurs de l'intégration du « *retail banking* » comme les consolidations bancaires, la constitution de conglomérats, les liens capitalistiques et commerciaux, mais aussi la capacité des banques commerciales à offrir des services « *cross-border* » c'est-à-dire trans-frontaliers, l'abolition des particularismes locaux dans le domaine des réglementations bancaires.

— L'exemple des marchés financiers: ici, les points incontournables concernent le « *Capital Asset Pricing Model* » (CAPM) et l'« *Arbitrage Pricing Theory* » (APT). La littérature académique de finance internationale utilise souvent le CAPM pour tester l'intégration des marchés financiers (Bekaert et Harvey 1995, Dumas et Solnik 1995, Ferson et Harvey 2001, Hardouvelis et al. 1999, Levine et Zervos 1998...). En effet, les taux de rendement anticipés des actifs, à l'équilibre du marché, c'est-à-dire à l'équilibre des offres et des demandes de tous les actifs, sont déterminés, en économie fermée, par le MEDAF (Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers), plus connu sous son appellation anglaise le CAPM.

Dans ce cadre:

$$E_{t-1}(r_{i,t}) = \lambda_w \beta_{iw} + \lambda_d \beta_{id} \quad (5)$$

avec  $r_{i,t}$  le supplément de rendement de l'actif  $i$  par rapport au rendement d'un portefeuille  $w$  de marché,  $\lambda$  la prime de risque du marché  $\beta_{i,w}$ , le risque de l'actif  $i$  relatif au portefeuille de référence  $w$ .

$$\beta_{iw} = \text{cov}_{t-1}[r_{i,t}, r_{w,t}] / \text{var}_{t-1}[r_{i,t}] \quad (6)$$

et  $\beta_{dw}$  de façon analogue pour le portefeuille  $d$  sur le marché domestique. Une condition d'obtention d'une intégration parfaite sur le marché des capitaux requiert alors que:  $\lambda_d = 0$ . Lorsque  $\lambda_d = 0$  l'actif  $i$  a un rendement similaire au portefeuille de référence  $w$ . Lorsque les marchés sont supposés parfaits, l'idée consiste à dire qu'un portefeuille peut se situer au-dessus ou en dessous d'une droite de marché que l'on calcule de la manière suivante:

$$E_j = R_f + \left( \frac{E_m - E_f}{\sigma_m} \right) \left( \frac{\text{cov}_{jm}}{\sigma_m} \right) \quad (7)$$

où  $R_f$  est le taux de rendement sans risque,  $E_m$ , c'est-à-dire certain, l'espérance de rendement du portefeuille de marché, avec

$$\left( \frac{\text{cov}_{jm}}{\sigma_m} \right) = \beta_j.$$

Dans un monde parfaitement intégré, les titres sont placés sur la droite de marché. Si les titres sont placés au-dessus de cette droite de marché, cela signifie que le « facteur gauche » de l'équation génère une rentabilité supérieure à ce qu'elle devrait être dans un monde parfaitement intégré.

L'APT ou « *l'Arbitrage Pricing Theory* » est une autre méthode utilisée pour évaluer le degré d'intégration des marchés de capitaux *via* une évaluation du rendement d'un actif par rapport à un portefeuille de marché (de référence) : l'idée consiste à dire que deux actifs qui ont les mêmes caractéristiques en termes de couple (rendement – risque) doivent avoir le même prix. Un actif à risque nul me rapporte alors  $R_f$ . Dans le cas contraire, cela signifie qu'il existe des possibilités d'arbitrage sans mise de fonds initiale et qui me rapportent alors un profit positif avec une probabilité certaine. L'idée consiste alors à évaluer les titres jusqu'à ce qu'ils n'offrent plus de possibilité d'arbitrage. La rentabilité d'un actif est alors mesurée de la façon suivante :

$$R_i = \alpha_i + \beta_{1i}I_1 + \beta_{2i}I_2 + \dots + \beta_{ji}I_j \quad (8)$$

ou  $I_j$  est la valeur du  $j$  ème indice générateur de rendement, et  $\alpha_i$  la rentabilité pour le cas où les indices de marché sont de valeur nulle.

1. Les mesures de l'intégration

<b>Les approches directes</b>		
<i>Identification des barrières économiques et réglementaires</i>		
<p><b>A</b> : Intégration des marchés financiers <i>Marchés de gros : Relation entre les acteurs du marché financier : Corporates, Grande Industrie et institutionnels, sur le marché monétaire</i></p>	<p>Les barrières du type existence du contrôle de capital, les restrictions réglementaires, les coûts de transaction, les coûts d'information</p>	
<p><b>B</b> : Intégration du marché des services bancaires et financiers <i>Relation banque/client</i></p>	<p>Les barrières à l'entrée comme l'existence du contrôle de capital, les contraintes réglementaires, les coûts d'information, les coûts de transaction</p>	
<p><b>C</b> : Intégration du secteur bancaire</p>	<p>Les consolidations bancaires, la constitution de conglomérats, les liens capitalistiques et commerciaux La capacité des banques commerciales à offrir des services « cross-border ». L'abolition des particularismes locaux dans le domaine des réglementations bancaires</p>	
<b>Les approches indirectes</b>		
	<i>La mesure par les prix</i> <i>La mesure par les quantités</i>	
<p><b>A</b> : Intégration des marchés financiers <i>Marchés de gros : Relation entre les acteurs du marché financier : Corporates, Grande Industrie et institutionnels, sur le marché monétaire</i></p>	<p>L'égalisation des prix pour les actifs du marché financier : Les conditions de parité des taux d'intérêt (Frankel, Mc Arthur, 1988, Frankel, 1993, Lemmen/Eijffinger, 1995) La co-intégration des taux d'intérêt (Centeno/Mello, 1999). La parité non couverte des taux d'intérêt (Fratzschner, 2001). L'APT (Ferson/Harvey, 1991, Bekaert/Harvey, 1995, Dumas/Solnik, 1995, Hardouvelis et al., 1999)</p>	<p>Les corrélations épargne-Investissement (Feldstein/Horioka, 1980, Feldstein, 1982, Obstfeld, 1985, Summer, 1988, Sinn, 1992, Taylor, 1994, 1996, Lemmen/Eijffinger, 1995). Les corrélations de niveau de consommation (Obstfeld, 1989, 1994, 1995, Bayoumi/MacDonald, 1995, Olivei, 2000).</p>
<p><b>B</b> : Intégration du marché des services bancaires et financiers <i>Relation banque/client</i></p>	<p>L'égalisation des prix pour les services financiers : Le Cecchini Report La co-intégration des taux d'intérêt réels (Centeno/Mello, 1999, Kleimeier/Sander, 2000, Sander/Kleimeier, 2001)</p>	<p>La littérature sur le « micro home bias » : Tesar/Werner, 1992, Lewis, 1999, Hess/Shin, 2000).</p>

Source : Calculs de l'auteur.

## 2. État des lieux de l'intégration du système financier européen

### 2.1. Le financement de l'économie par les marchés financiers comme facteur d'intégration: un processus de désintermédiation

Essentiellement pour des raisons historiques, le financement de l'économie européenne repose encore bien plus que son homologue américain sur le crédit bancaire plutôt que sur les émissions de titres. Pourtant, ces dernières années, un glissement s'opère en Europe continentale du financement bancaire vers le recours plus direct au marché des capitaux par le secteur privé. Cette tendance à la désintermédiation montre qu'en Europe, le « modèle orienté marché » semble gagner encore du terrain au détriment de l'intermédiation bancaire traditionnelle<sup>4</sup>. Comment peut-on expliquer ce revirement de situation? Plusieurs points peuvent être mis en avant sans qu'ils soient pour autant exclusifs.

Le développement des placements en actions ces dernières années peut s'expliquer par les privatisations et la mise en place de nouveaux mécanismes d'investissement institutionnel (fonds de pension, assurance-vie), ainsi qu'une fiscalité plus incitative. Ainsi, la part de « l'*equity* » dans le patrimoine financier des ménages de 1995 à 1999 est passée de 22,9 % à 36,1 %, alors qu'aux États-Unis, elle passait de 25,7 % à 45 %. Depuis déjà bien plus de vingt ans<sup>5</sup>, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages européens a fortement progressé s'établissant pour la France à 30 % fin 2001 contre 11 % en 1977, ce qui place la France dans la moyenne européenne (30 %), mais encore sensiblement en dessous des pays anglo-saxons qui avoisinent les 45 %. Ce développement peut s'expliquer par la modification du rapport de coût entre les crédits bancaires, d'une part, et le financement direct par le marché de l'autre (OPCVM, développement de la gestion collective). En outre, la baisse tendancielle des taux d'intérêt synonyme aussi d'une certaine intégration du système financier européen, et le climat boursier particulièrement favorable de ces dernières années (notamment la période 1994-2001), ont allégé sensiblement le coût d'un financement par émission d'obligations ou d'actions. L'accès direct au marché des capitaux est devenu plus aisé

4. Cf. sur ce sujet, Willy Breesch, *Quel rôle pour les banques face à la désintermédiation? Problèmes économiques*, juillet 2001.

5. Cf. le rapport du groupe présidé par Olivier Garnier, « la place des actions dans le patrimoine des ménages », Commissariat Général du Plan, décembre 2002.

grâce au progrès des technologies de l'information et de la communication ce qui a réduit les coûts de transaction et d'information pour les investisseurs. Enfin, l'introduction de la monnaie unique européenne et l'élimination du risque de change ont naturellement réduit l'obstacle que ce dernier constituait dans le cadre de la réalisation d'opérations sur les marchés de capitaux.

L'agrandissement du marché a notamment favorisé la liquidité et renforcé notablement l'attrait du marché européen des capitaux pour les investisseurs institutionnels et les grandes entreprises: en témoigne notamment le récent accroissement prononcé des émissions de « *commercial paper* ». Pendant la première année d'existence de l'euro, les émissions de « *commercial paper* » dépassaient déjà de 43 % le niveau de l'année précédente. Un récent rapport de la BRI<sup>6</sup> confirme cette tendance croissante jusqu'à l'aube de l'année 2002, ainsi qu'une récente étude de la Banque Centrale Européenne, à quelques nuances près: la hausse importante d'émissions de « *commercial paper* » au cours des années 1990 se ralentit semble-t-il à la fin de l'année 200<sup>7</sup> dans la zone euro sans pour autant remettre en cause une tendance réelle de fond.

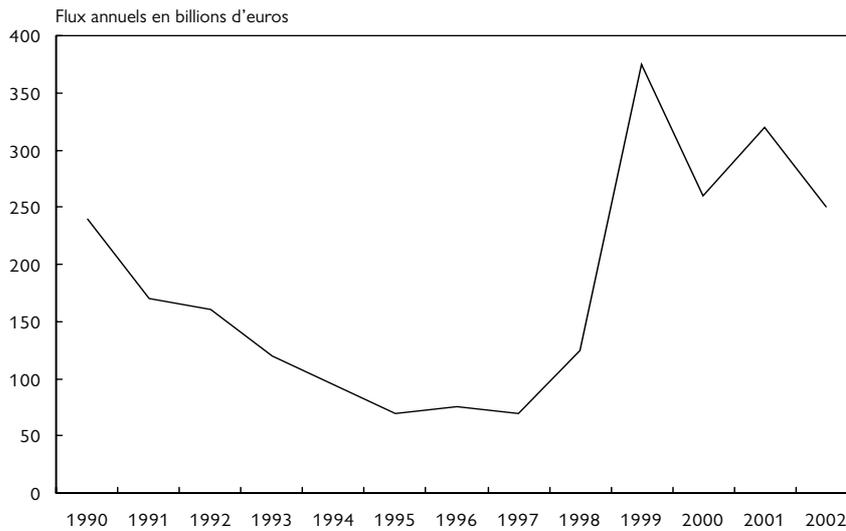
Une même progression était d'ailleurs observée pour les obligations d'entreprises dont les émissions ont été multipliées par trois au cours de la première année d'exercice de l'euro sous l'impulsion notamment du grand nombre de fusions et acquisitions et des besoins considérables de capitaux qui les accompagnaient, avec toutefois un assez net ralentissement des émissions notamment à partir de la fin de l'année 1999 avant de rebondir puis de rechuter à partir de l'année 2001 (graphique 1). Les raisons conjoncturelles liées à l'année 2001 sont bien entendu faciles à avancer sans pour autant être négligeables, mais il faut aussi mentionner une saturation du marché indiquant du même coup que l'Europe a peut-être déjà atteint une certaine taille critique dans le processus d'intégration financière.

Les émissions d'actions ont également augmenté dans le courant des années 1990. Le graphique suivant montre qu'en Europe, le nombre de transactions sur actions (introductions en Bourse, augmentations de capital, etc.) et les montants s'y afférents ont crû dans de fortes proportions au cours de toute la décennie 1990 en s'accélégrant à partir de 1999.

6. Rapport trimestriel BRI, mars 2002.

7. Euro Money Market, ECB, décembre 2002.

## 1 : Émissions de titres de dette par les grandes entreprises de la zone euro



Source: BCE.

Une étude récente de Pricewaterhousecoopers<sup>8</sup> note cependant une légère baisse des introductions en Bourse dans les premiers mois de l'année 2003. Quatorze introductions en Bourse sur les places principales en Europe, soit une baisse de 61 %, contre 36 enregistrées au cours de la même période en 2002. Il en est de même pour la valeur globale de ces introductions. Sur un trend plus large d'une dizaine d'années, le rythme semble cependant à la hausse. En effet, le rythme des introductions en Bourse s'est considérablement accéléré en Europe depuis 1992, rattrapant un retard historique sur les États-Unis. Pour mémoire, le nombre d'entreprises introduites en Bourse fut de 634 en France contre 9033 aux États-Unis sur la période 1965-1992. Le nombre annuel d'introductions en Bourse des quinze pays de l'Union européenne est passé de 65 à 540 de 1992 à 1998. En 1998 et 1999, le nombre d'entreprises introduites en Bourse en Europe a même excédé celui des États-Unis. La création de nouveaux marchés, comme le Neuer Markt à Francfort, le nouveau marché à Paris ou la création de nouveaux segments de marché (Milan, Bruxelles, Amsterdam...), est en partie à l'origine de l'explosion du nombre d'introductions, en raison notamment de conditions d'accès allégées<sup>9</sup>. La dernière tendance à la baisse semble pouvoir être attribuée à une récession sur les marchés financiers et au ralentissement du mouvement de consolidations en Europe.

8. Les introductions en Bourse en Europe, Pricewaterhousecoopers, IPO Watch Europe Survey, 1er trimestre 2003.

9. Christophe Moussu, Michael Troege, Introductions en Bourse, les controverses, *les Echos*, 2002.

Le nombre d'entreprises cotées en Bourse, quant à lui, a augmenté de près de 20 % en 1999 dans la zone euro, se fixant à 5 386, tandis qu'aux États-Unis, il a régressé de 3 % suite aux nombreuses opérations de fusions acquisitions, pour atteindre 7 657 entreprises cotées fin 1999 ce qui indique du même coup que la zone euro avait encore un important mouvement de rattrapage à accomplir. Et c'est en novembre 2003, que le nombre d'entreprises cotées sur les différentes Bourses européennes<sup>10</sup> atteint finalement 11 380, ce qui représente tout de même presque le double du NYSE et Nasdaq réunis, qui rassemblent au 31 décembre 2002, 6 015 entreprises cotées. Ceci indique du même coup qu'une partie du rattrapage a quand même été réalisée. Cependant, il est vrai que l'observation des tendances de la capitalisation boursière laisse moins d'optimisme sur cette question du rattrapage (voir plus loin).

Ainsi, après quelques années globalement très bonnes, le climat boursier semble quand même se détériorer à partir de l'année 2001, en particulier pour les jeunes entreprises de croissance du secteur des TIC (technologies de l'information et de la communication). Ce revirement met en lumière, du même coup, le point faible du système financier « orienté marché » : en cas de retournement du climat boursier, les primes de risque requises sur les marchés d'actions et d'obligations peuvent parfois augmenter subrepticement, d'où une brusque montée du coût du capital des entreprises pouvant générer défiance et instabilité à l'égard du système financier.

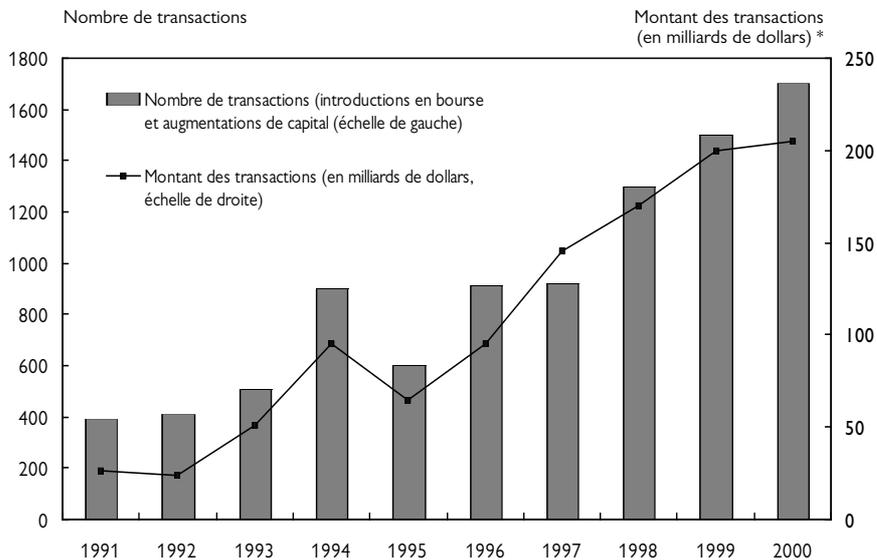
À échéance plus lointaine, il semble que le glissement vers le financement direct se poursuivra. Le vieillissement de la population européenne et la prise de conscience du problème des pensions continueront de soutenir l'épargne de long terme, si bien qu'une fraction croissante de l'épargne financière sera drainée vers les OPC (Organismes de placements collectifs), les fonds de pension et les assureurs. Les investisseurs institutionnels devraient encore gagner en importance.

Cette évolution est encore soutenue par les modifications du cadre législatif, tant au niveau national qu'euro-péen. Ainsi, plusieurs États membres de l'UEM (Union économique et monétaire), dont la Belgique, préparent une nouvelle réglementation destinée à renforcer le pilier des pensions complémentaires. En outre, les traditions de « *corporate governance* » en Europe continentale prennent de plus en plus une coloration anglo-saxonne. C'est ce qui ressort notamment de l'attention accrue que suscitent le rendement des fonds propres et la création de la valeur actionariale, le contrôle plus strict de la gestion

10. Cf. le site de la « federation of european securities exchanges », [www.fese.org](http://www.fese.org).

d'entreprise et la sauvegarde des intérêts des actionnaires minoritaires. Tous ces facteurs favoriseront longtemps encore l'avènement d'une « culture actions » en Europe.

## 2. Évolution du placement d'actions en Europe



\* Nombre de transactions : introductions en Bourse + augmentations de capital.  
Sources : Thomson Financial Securities Data, Morgan Stanley Dean Witter Research.

## 2.2. État des lieux des facteurs et des obstacles à l'intégration du marché financier européen

### 2.2.1. Le développement des marchés obligataire et monétaire et l'amorce d'une gestion paneuropéenne des actions

Pour des raisons essentiellement historiques, l'impulsion à l'intégration du système financier européen semble être donnée par le marché obligataire. Si l'intégration des marchés d'obligations à l'échelle européenne est nettement plus avancée que celle des marchés d'actions, c'est parce que ces derniers ne sont pas des marchés « boursiers » réglementés, mais des marchés *over the counter*, c'est-à-dire des marchés non réglementés. L'« euro-marché », né à Londres à la fin des années 1960 à partir des « balances-dollars » détenues hors des États-Unis, s'est en effet transformé en marché pan-européen avec l'apparition de l'euro,

suivant des modalités très voisines pour lesquelles les fragmentations d'origines réglementaire et institutionnelle sont, par définition, moins nombreuses que pour les marchés boursiers réglementés.

Sur le marché monétaire, plusieurs constats peuvent être dressés : sous l'effet de l'introduction de l'euro et du nouveau cadre de la politique monétaire, le marché monétaire est donc entré dans un vaste processus d'intégration et d'uniformisation dans toute la zone euro. Cependant, le degré d'intégration atteint à ce jour varie suivant les différents compartiments du marché. Les compartiments les plus intégrés sont le marché des opérations en blanc sur lequel les banques échangent des liquidités à court terme sans support de garanties, et les marchés des produits dérivés. Les compartiments relativement moins intégrés comprennent le marché des pensions, où les participants échangent des liquidités à court terme contre garanties, et les marchés de titres à court terme comme les billets de trésorerie, et certificats de dépôt.

La nécessité d'une redistribution de la liquidité au sein de la zone euro y compris la liquidité fournie par les opérations de refinancement de l'Eurosystème, a favorisé le développement des transactions transfrontières sur le marché monétaire. Ces opérations représentent actuellement plus de 50 % de l'activité totale sur l'ensemble des compartiments du marché monétaire. Cette évolution a été soutenue par le bon fonctionnement du système Target de transferts de montants élevés dans la zone euro et les autres pays de l'UE. Le système Target a joué un rôle capital pour faciliter la redistribution de la liquidité dans la zone euro, ainsi que dans les opérations d'arbitrage qui contribuent à lisser les taux pratiqués sur les différents compartiments des marchés monétaires de la zone euro. L'augmentation de l'activité transfrontière est particulièrement sensible sur les compartiments des dépôts non garantis et des opérations d'échanges financiers, et explique en partie leur forte homogénéité et leur degré élevé de liquidité. Cette homogénéité est manifeste dans le cas des échéances au jour le jour, comme le montrent les très faibles écarts entre les taux au jour le jour dans chacun des pays de la zone euro. Cette situation se reflète dans les taux pratiqués par les banques les plus actives des différents pays de la zone, qui constituent le panel permettant de calculer le principal taux de référence pour le marché au jour le jour, c'est-à-dire l'Eonia (*Euro Overnight Index Average*).

Outre l'accroissement de l'activité transfrontière, un certain nombre d'autres évolutions structurelles sont en cours sur le marché monétaire de la zone euro. Il s'agit entre autre de la poursuite de la concentration des activités des opérateurs de marché dans le domaine de la gestion de la trésorerie en euro, par opposition à la situation qui

prévalait dans le passé sur les marchés monétaires fragmentés, le renforcement de la compétitivité, le plus grand nombre de contreparties disponibles pour chaque banque et l'accroissement de la liquidité sur les marchés secondaires.

C'est donc ainsi qu'à l'appui de la constitution amorcée d'un « *pool de liquidité* » de dimension européenne, et de l'intégration corrélative des marchés de produits de taux, on peut mettre en avant tant la baisse des *spreads* liée jusque là aux devises et aux politiques monétaires nationales (une étude récente de la Banque centrale européenne montre, pour la période 1985-2002, une nette convergence du rendement des bons d'État des pays de l'UEM, ainsi qu'une réduction de leur volatilité (tableau 3))<sup>11</sup> que, par exemple, le développement d'un important marché paneuropéen des obligations *corporate*. Le développement rapide du marché des dérivés de crédit — lié notamment aux besoins de financement d'une industrie comme les Télécoms — contribue lui aussi à la pan-européanisation ainsi qu'au développement en valeur du marché des produits de taux, et ce, malgré, un « *trend* » légèrement baissier depuis 1998 pour les produits dérivés (tableaux 2).

2. Pourcentage des produits dérivés contractualisés au sein des Bourses européennes par rapport au total mondial (somme en valeur des contrats de taux d'intérêt, de change, et d'indices boursiers)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
0,01	0,02	0,125	0,130	0,165	0,18	0,225	0,225
1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
0,19	0,225	0,27	0,33	0,34	0,285	0,276	0,25

Source : Banque des règlements internationaux.

3. La volatilité des rendements réels de bons d'État

	Pré-euro	Post-euro
Autriche	0,911	0,741
France	0,952	0,492
Belgique	1,316	0,569
Pays-Bas	1,229	1,103
Irlande	1,669	1,445
Portugal	2,025	1,029
Allemagne	1,689	0,478
France	1,599	0,400

Source : Datastream, la période pré-euro correspond à la période allant de janvier 1985 à décembre 1998, et la période post-euro, de janvier 1999 à août 2002.

11. The transformation of the european financial system, second ECB Central Banking Conference, October 2002.

Pour ce qui concerne le compartiment des actions du marché financier, deux choses peuvent être mises en avant: avant même la circulation de l'euro sous la forme de pièces et de billets, une logique sectorielle fondée sur le principe d'une gouvernance pan-européenne des actions et des entreprises avait été d'ores et déjà amorcée. C'est ainsi que, dans certains secteurs — par exemple, l'automobile, les matières premières, l'Industrie alimentaire, l'énergie et la chimie —, l'évolution du cours des actions des sociétés cotées concernées présentait déjà des corrélations plus faibles avec leur marché national respectif qu'avec l'indice pan-européen relatif au secteur auquel elles se rattachent. Notons que cette évolution vers une approche sectorielle et pan-européenne est également manifeste sur le marché obligataire, en particulier pour ce qui concerne les obligations émises par les sociétés du secteur des télécoms (« *Telecom Bonds* »). En outre, grâce aux indices boursiers pan-européens - tels que les indices STOXX conjointement produits par la société Dow Jones, par les Bourses suisse (SWX), allemande (Deutsche Borse) et par la société EuroNext, ou les indices FTSE, non seulement le référencement (*benchmarking*) de portefeuilles européens est possible, mais encore, grâce aux produits dérivés (*Futures* et options) qui leur sont reliés, les techniques classiques de couverture et de gestion des risques des portefeuilles sont accessibles et contribuent à améliorer leur performance.

En conclusion, bien qu'ayant encore à supporter les coûts entraînés par l'existence d'une fragmentation du système financier européen, une gestion pan-européenne des actifs financiers a commencé à se développer, comme d'ailleurs en témoigne le nombre croissant de fonds pan-européens proposés par les sociétés d'*Asset Management*. La capitalisation boursière dans les États membres de l'Union n'en est encore cependant qu'à la moitié environ du niveau qu'elle atteint aux États-Unis, mais certains signes laissent entrevoir un regain de croissance, notamment la mise en œuvre du « *Plan d'action pour les services financiers* ». Ce dernier aidera probablement ces marchés à se développer encore davantage.

### 2.2.2. Le rôle de l'euro: accélération des regroupements de Bourses et intégration des infrastructures de marché

Les acteurs financiers (investisseurs, entreprises de marché, régulateurs, émetteurs, intermédiaires) ont aussi utilisé les potentialités du cadre communautaire pour développer leurs activités sur une plus large échelle. Les marchés d'actions ont bénéficié de ce mouvement. De fait,

le nouveau paysage boursier européen est en plein mouvement: l'euro a probablement accéléré son processus de restructuration vers une masse critique européenne. Ainsi, depuis l'Unification monétaire, nous pouvons observer les principales tendances suivantes <sup>12</sup>:

Nous assistons de plus en plus à une intense compétition entre les marchés marquée par des concentrations à plusieurs paliers de consolidation. Au plan national et transfrontalier, (Euronext avec la fusion des Bourses française, belge, néerlandaise, portugaise et le LIFFE britannique) ou régional, (OM Group en Scandinavie), les Bourses traditionnelles opèrent, à marches forcées, des regroupements destinés à leur assurer les économies d'échelle indispensables à l'acquisition d'une compétitivité au niveau européen. Parallèlement, elles sont confrontées à une concurrence nouvelle liée à l'émergence de nouveaux acteurs utilisant de nouveaux modèles innovants d'organisation technologique — « Alternative Trading System » (ATS) ou « Electronic Communication Networks » (ECN) — comme Virt-x, Jiway ou Nasdaq Europe. Cette recomposition est loin d'être achevée et devrait prochainement toucher les marchés encore nationaux (Madrid, Milan, etc.). La course à la taille critique européenne concerne aussi bien les opérateurs que la mise en place de véritables infrastructures de marché couvrant les différents chaînons de la « filière titres » (négociation, compensation, règlement, livraison). La rationalisation des « back-offices » constitue un axe clef de la compétitivité. La rapidité et la sécurité d'exécution des opérations boursières orientent fortement la stratégie des systèmes de marché qui élabore des projets d'infrastructures « structurantes » à l'échelle européenne.

### 2.2.3. Une intégration difficile du paysage boursier européen

Pourtant, comme nous l'avons déjà soulignée, une fragmentation du système financier européen persiste malgré les progrès réalisés depuis l'introduction de la monnaie unique. Malgré les fusions de Bourses réalisées et les progrès dans le domaine de l'intégration du marché obligataire et des infrastructures techniques (notamment les systèmes d'échange) une certaine fragmentation génératrice d'inefficience souligne ainsi un paradoxe du système financier européen: la fragmentation en une quinzaine de Bourses différentes du marché des actions européennes, contraste avec la dimension internationale des groupes européens de l'industrie et des services, ainsi qu'une certaine intégration

12. Cf. le marché européen des actions: vers une intégration nécessaire, intervention de Mr Jacques de Larosière, Co-Président d'Eurofi 2000, aux entretiens économiques de Bruxelles le 3 mai 2002.

du marché des capitaux déjà engagée, avec pour conséquence, des coûts de transaction plus élevés en Europe. Padoa-Schioppa (1999) observe par exemple que la zone euro n'a pas moins de 18 systèmes de cotation de valeurs, 23 systèmes de règlement-livraison, alors qu'à contrario, les États-Unis ne recensent que 2 grands systèmes de paiement et 3 systèmes de règlement-livraison, en conséquence de quoi, le coût des transactions transfrontalières en Europe demeure beaucoup plus élevé que pour les opérations nationales<sup>13</sup>.

En outre, à la différence des États-Unis où il existe deux Bourses dominantes et encore en segments clairement séparés (le New York Stock Exchange pour les entreprises matures et la NASDAQ — « National Association of Securities Dealers Automated Quotations System » pour les entreprises de croissance), l'Europe recense encore un grand nombre de Bourses. La plus grande (d'après la capitalisation boursière) est le London Stock Exchange (LES), suivi par l'Euronext créée récemment par la réunion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles, de Paris, de Lisbonne et du LIFFE.

Ajoutons à cela le fait que sur chaque marché, un nombre très restreint (cinq ou moins) d'actions de sociétés — que nous appelons « champions nationaux » en référence à une catégorie d'entreprises dont Robert Reich<sup>14</sup> avait pourtant prédit dans l'Économie mondialisée la disparition — représente une part importante (dans certains cas, comme celui de Zurich avec Novartis, Roche, Nestlé, Crédit Suisse et Union des Banques Suisses », plus de la moitié, et la plupart du temps plus du tiers) de l'ensemble des transactions. L'émergence de ces champions nationaux pourrait soulever la question de la contestabilité des marchés financiers en matière d'accès à la liquidité et notamment pour les entreprises de taille moyenne et plus petites.

---

13. Ce qui peut du reste expliquer une partie du « micro home bias », cette préférence des investisseurs européens pour la diversification nationale.

14. Professeur à Oxford, Yale, et la Northwestern University.

## 4. Les « champions nationaux » et les transactions sur actions

Bourse	Sociétés en 2001	% des volumes de transactions en 2001 (turnover)	Sociétés en novembre 2003	% 2003
Londres	Vodafone	10	Vodafone	5,92
	British Telecom	5	HSBC HLDGS	5,57
	BP Amoco	5	BP	4,91
	Cable & Wireless	4	Glaxosmithkline	3,48
	Glaxo Wellcome	4	Astrazeneca	3,23
Franckfort	Mannesmann	12	Allianz	7,81
	SAP	11	Muench.Rueckvers	7,80
	Siemens	10	Siemens	7,55
	Deutsche Telekom	6	SAP	7,13
	Deutsche Bank	5	Deutsche Telekom	6,75
Paris	France telecom	9,5	Total	9,68
	TotalfinaElf	6,5	France Télécom	5,18
	Vivendi	4,5	BNP Paribas	4,74
	Carrefour	4	Alcatel	4,46
	STMicroelectronics	3,5	AXA	4,29
Milan	Telecom Italia	14	STMicroelectronics	19,21
	Olivetti	9	Eni	9,48
			Tim	7,99
			Telecom Italia	7,78
			Unicredito Italiano	6,58
Madrid	Telefonica	21	SCH	21,30
	BBVA	11	TELEFONICA	19,55
			BBVA	19,22
			ENDESA	5,07
			REPSOL	4,86
Zurich	Novartis	12	Logitec	11,43
	UBS	11	Converium	7,80
	Roche	11	Micronas	7,80
	Nestle	10	Actelion	6,16
	Crédit Suisse	7	Nobel Biocare	5,57
Amsterdam	Philips	7	Royal Dutch	16,27
	Royal Dutch	6	Philips	11,47
			ING	9,37
			Unilever	9,30
			Abn Amro	7,99
Bruxelles	Fortis	19	Fortis	16,07
	Electrabel	10	Dexia	15,31
	Dexia	7	KBC	7,49
	KBC	6	Electrabel	6,86
			Delhaize Group	6,33
Stockholm	Ericsson	35	Ericsson	33,81
	Volvo	3	AstraZeneca	5,83
			Nordea	5,49
			Hennes & Mauritz	5,32
			Volvo	5,30

Source : Federation of European Securities Exchanges, 2003.

Pourtant, en dépit des échecs qui ont défrayé la chronique, des regroupements entre sociétés de marché ont commencé à prendre place. La principale initiative en matière d'intégration de Bourses nationales a été jusqu'ici le rapprochement des Bourses de Paris, d'Amsterdam et de Bruxelles dans Euronext, en septembre 2000 rejointes par Lisbonne et le LIFFE en 2002, le marché des produits dérivés internationaux basé à Londres. À la fin de l'année 2000, plus de 1 400 sociétés y avaient leur cotation principale et, avec une capitalisation totale de 2000 milliards d'euros, l'Euronext représentait 42 % de la capitalisation boursière de l'ensemble des Bourses de l'UEM. La société Euronext, bâtie notamment selon le principe de « *règles communes d'admission* », est maintenant la principale Bourse d'Europe continentale, et la seule dont la dimension soit d'ordre comparable à celle du *London Stock Exchange*. Offrant une gamme complète de services boursiers, elle est aujourd'hui la Bourse la plus importante d'Europe continentale, en termes de capitalisation boursière, de nombre de sociétés cotées et de volume de transactions boursières. Au 31 mai 2003, elle affichait une capitalisation boursière de 1 425 milliards d'euros, avec 1 435 sociétés et un volume de transactions d'une valeur totale de 542 milliards d'euros pour les cinq premiers mois de l'année.

En réaction à cette fusion, le LSE et la Deutsche Börse ont également annoncé des projets de mariage. Francfort deviendrait à cette occasion, la Bourse des entreprises de croissance et Londres celle des « *blue chips* ». Les petits courtiers britanniques s'y sont farouchement opposés. Ils devaient en effet investir dans l'informatique pour pouvoir travailler sur des plateformes commerciales allemandes, alors qu'ils venaient à peine d'effectuer des adaptations pour un nouveau système londonien. Le projet de fusion a enfin été contrarié par l'offre inamicale de la société suédoise, OM Gruppen, sur le LSE. Bien que la société suédoise OM ait dû retirer son offre faute de soutien, le projet d'alliance entre le LSE et la Deutsche Börse a été finalement définitivement abandonné. Le « *joint venture* » de Deutsche Börse avec la Bourse de Vienne a eu, en revanche, un meilleur écho. Par ailleurs, le 3 novembre 2000 a vu le lancement de NEWEX (New European Exchange), une Bourse spécialisée pour les actions d'Europe centrale et orientale. D'autres regroupements régionaux se mettent aussi en place dans les pays nordiques, sous la forme d'une contrepartie commune en matière de compensation (Suède, Danemark, Norvège, Islande). Les initiatives visant la formation de vastes Bourses pan-européennes ont cependant du mal à émerger.

En conclusion, quatre grandes tendances peuvent être mises en avant depuis la correction boursière des années 2001 et 2002 :

— Les places financières connaissant une baisse de la capitalisation boursière conjuguée à une baisse du nombre d'entreprises cotées: il s'agit d'Euronext, de la Bourse de Dublin, du LSE, de la Bourse suisse, Copenhague et du Luxembourg.

— Les places financières connaissant une baisse de la capitalisation boursière conjuguée à une hausse du nombre d'entreprises cotées: il s'agit de Stockholm, Milan, Helsinki, Athènes.

— Les places financières connaissant une hausse de la capitalisation boursière conjuguée à une baisse du nombre d'entreprises cotées: il s'agit de Oslo et de Vienne.

— Enfin, les places financières connaissant une hausse de la capitalisation boursière conjuguée à une hausse du nombre d'entreprises cotées, il s'agit de Madrid et la Bourse d'Islande.

## 5. Les fusions de Bourses d'actions en Europe

Bourse	Capitalisation janvier 1999 (tous marchés mais à l'exclusion des OPCVM) millions d'euros	Nombre de sociétés cotées en 1999	Capitalisation janvier 2003	Nombre de sociétés cotées en 2003
Bruxelles	210,322	274		
Amsterdam	512,445	359		
Paris	837,061	962		
Bruxelles + Amsterdam + Paris = EURONEXT	1 559,828	1595	1 404 821 (y compris le LIFFE et Lisbonne)	1 425 environ
Lisbonne	53,477	135		
EURONEXT + Lisbonne	1 613,305	1730		
Deutsche Börse	930,841	3525	631496	907
Londres	1 956,258	2920	1552262	2815
Stockholm	239,063	276	168452	296
SWX Bourses Suisses	591,265	425	485928	392
Milan	484,030	243	439195	290
Madrid	342,486	484	431133	3033
Luxembourg	32,516	276	20501	241
Vienne	30,444	128	32296	127
Helsinki	131,474	131	120164	148
Oslo	40,109	236	60573	203
Copenhague	84,367	254	69832	201
Islande	2,693	57	6390	63
Dublin	59,305	100	57767	76
Athènes	69,281	229	62582	340

Source: Federation of European Securities Exchanges.

Les fusions de Bourses, dimension stratégique de la régulation financière, ne suffisent pas à elles-seules, à répondre aux exigences réglementaires d'harmonisation de l'institution financière. La recherche d'une efficacité des transactions boursières, outre des aspects directement liés aux « deals » ou consolidations, doit aussi tenir compte des phases de règlement-livraison qui se cachent derrière la réalisation des transactions boursières. Or, précisément, les opérations correspondant à la phase de règlement/livraison sont plus difficiles à harmoniser. À cela s'ajoute que la plupart des marchés sont verticalement intégrés en « silos » (comme Euronext-Euroclear, Deutsche Borse-Clearstream, Borsa Italiana-Cassa di Compensazione e Garanzia-Montetitoli...), c'est-à-dire qu'elles ne laissent pas aux donneurs d'ordres d'autre possibilité que de faire traiter par eux l'ensemble de la chaîne de réalisation d'une transaction, depuis l'exécution de l'ordre, en passant par la compensation, et jusqu'à la phase terminale du règlement-livraison. À ce titre, les économies générées par la seule rationalisation des phases de compensation et de règlement-livraison pour les transactions transfrontières peuvent être estimées à 1 milliard d'euros par an (Régniez, 2002). À cela s'ajoute que chaque marché national édicte ses propres normes comptables, ses propres obligations d'information, et fonctionne suivant ses propres règles, ce qui rend d'autant plus complexe — et parfois impossible — la réalisation d'opérations financières trans-frontières, par exemple lorsqu'il s'agit d'offres publiques d'achat ou d'échange concernant des sociétés cotées sur des Bourses différentes.

Enfin, l'essor du marché européen des actions demeure tributaire de l'harmonisation de la réglementation. Cette dernière progresse de manière laborieuse au gré des États membres et des institutions communautaires. La convergence fiscale, si nécessaire à la fluidité des transactions transfrontières, est entravée par la règle de l'unanimité. Certains États membres demeurent réservés sur la création de fonds de pension qui se révèlent pourtant, à l'usage, de formidables réservoirs d'accumulation pour les actionnaires. L'ambitieux « *Plan d'Action des Services Financiers* » voit sa belle ordonnance régulièrement bouleversée par les aléas d'un processus décisionnel peu adapté aux évolutions rapides du marché. Les éléments d'un canevas commun minimum pour les règles de marché ne se mettent que très lentement en place (passeport des émetteurs, statut de la société européenne). Certains chantiers sont enlisés (par exemple avec l'échec de la directive OPA qui a conduit à une « renationalisation » des règles comme en Allemagne), d'autres sont à explorer (hétérogénéité des règles de corporate governance). Or, une règle du jeu clairement affichée et

effectivement suivie apparaît comme une pièce maîtresse pour le développement d'un marché crédible de « l'equity ».

En conclusion, à l'heure où l'unification monétaire favorise dans les faits une approche pan-européenne de la gestion des portefeuilles, les marchés continentaux d'actions européennes présentent la situation paradoxale d'être guidés par les ordres, entièrement informatisés et extrêmement efficaces, mais générant néanmoins des coûts de transaction pour les investissements en actions du Vieux continent, coûts de transaction substantiellement plus élevés que pour les investissements analogues en actions américaines.

#### 2.2.4. Les enjeux pour l'Europe: efficacité des marchés et croissance économique

Les premiers résultats de cette vaste recomposition montrent un indéniable accroissement de l'efficacité des marchés d'actions de la zone euro. Malgré la persistance d'une fragmentation du système financier européen, les principaux marchés européens ont réussi, grâce à leurs atouts technologiques, à se rapprocher, en termes de compétitivité, des standards américains, notamment du New York Stock Exchange (NYSE) et du NASDAQ. Une étude menée en 2001 (Elkins/McSherry), a montré qu'Euronext et DBAG étaient même légèrement plus attractives que le NYSE (qui demeure largement un marché à la criée) avec un avantage de prix estimé à 5 points de base pour le coût des transactions domestiques, mais sur la base de volumes échangés cinq à six fois plus faibles.

Ces éléments encourageants laissent présager des évolutions plus favorables, au fur et à mesure de l'apparition d'un marché structuré à l'échelle de l'Union européenne, qui gommara les disparités nationales, et assurera la fluidité des transactions transfrontières en favorisant ainsi l'apparition de groupes bancaires à dimension européenne accompagnant la grande industrie dans son développement.

Enfin, des recherches empiriques récentes confirment l'influence favorable de l'intégration des marchés financiers et apportent, en outre, des précisions quant aux canaux par lesquels cette influence se transmet à la sphère réelle. C'est ainsi que dans un article de l'*American Economic Review* de juin 1998 (n° 88), sur la base de l'analyse en coupe instantanée d'un large échantillon de secteurs de plusieurs pays, Raghuram Rajan et Luigi Zingales soutiennent que le développement et le perfectionnement des marchés financiers bénéficient plus que

proportionnellement aux entreprises et aux secteurs à raison de la dépendance de ces derniers aux financements externes ; ils observent en particulier que la qualité des marchés financiers exerce une influence positive sur la création d'entreprises et la création d'emplois. Dans le même numéro de la même revue, à partir de données couvrant 47 pays de 1976 à 1993, Ross Levine et Sara Zervos concluent que la liquidité des marchés financiers, ainsi que l'intégration internationale de ces derniers, sont corrélées positivement avec les taux de croissance, les rythmes d'investissement, et les progrès de la productivité. Pour leur part, à partir de données relatives à 63 pays entre 1960 et 1995, dans un article du *Journal of Financial Economics* (2000, n° 58), Thorsten Beck, Ross Levine et Norma Loayza mettent en évidence une liaison positive entre, d'une part, le développement des intermédiaires financiers, et d'autre part, le produit réel par habitant et la productivité globale des facteurs.

### 2.3. Les enjeux pour l'Europe de l'exemple du système financier américain

Citées dans le rapport du Groupe des Sages présidé par Alexandre Lamfalussy, quelques comparaisons avec le marché financier américain — dont le degré d'intégration et l'efficacité peuvent en l'occurrence servir de référence — permettent de situer les enjeux, en termes d'efficacité, de l'intégration du système financier en Europe. En moyenne, un fonds d'investissement est, aux États-Unis, d'un montant 6 fois plus important que son homologue européen et au cours de la période 1984-1998, le rendement réel moyen des fonds de pension a été de 10,5 % aux États-Unis, et de seulement 6,3 % dans ceux des pays de l'Union européenne, où de tels fonds étaient soumis à de sévères contraintes d'allocation de leurs actifs.

C'est ainsi qu'une autre différence marquante entre les pays anglo-saxons et la plupart des pays d'Europe continentale concerne l'importance des investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension) côté demande du marché des capitaux. Cette importance présente d'ailleurs une corrélation positive avec le degré de recours direct au marché de capitaux par le secteur privé. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les investisseurs institutionnels jouent un rôle beaucoup plus important que dans des pays comme l'Allemagne et le Portugal. En Europe continentale, les Pays-Bas et la Suède se rapprochent le plus

des pays anglosaxons, leurs fonds de pension étant fortement développés.

En conclusion, malgré des résultats encourageants, les marchés européens d'actions demeurent encore éloignés des standards américains. En effet:

— Les marchés européens d'actions demeurent largement organisés sur une base domestique. Ainsi, près de 60 % des négociations sur actions sont encore effectuées sur les marchés nationaux <sup>15</sup>.

— Plus généralement, les volumes négociés sont loin de ceux enregistrés aux États-Unis. Par exemple, le London Stock Exchange (LSE), qui arrive en tête des Bourses européennes avec un « turn over » de transactions de 4,8 trillions d'euros, ne représentait en 2000 que 23 % de celui du NASDAQ.

— Les capitalisations boursières ont beaucoup progressé depuis les années 1980. Elles sont cependant encore globalement en retrait par rapport à la capitalisation boursière des États-Unis (à l'exclusion notable du marché britannique). Si l'on prend le PNB comme élément de comparaison (Capitalisation boursière/PNB), la capitalisation boursière des quinze États membres de l'Union européenne est encore inférieure de 16 % (avec un poids économique équivalent) à celle des États-Unis avec des écarts significatifs: Allemagne: 68 %, France: 112 %, Zone Euronext: 105 %, Royaume-Uni: 150 %, USA (153 %) <sup>16</sup>.

— C'est aussi vrai des montants puisque le NYSE en 2001, avec une capitalisation boursière de plus de 11 000 milliards de dollars en 2001, et le NASDAQ avec 2 600 milliards de dollars dépassent celle du LSE avec 2 100 milliards de dollars. Les perspectives d'un rapprochement LSE-NASDAQ, en créant un nouvel ensemble de 4 700 milliards de dollars, modifieraient un peu la donne, sans vraiment inquiéter le NYSE. Enfin, au 31 décembre 2002, l'Euronext était encore assez loin du NYSE en termes de capitalisation boursière même si le nombre d'entreprises cotées sur les marchés ne manifeste pas autant d'écart. Ceci confirme du même coup que des progrès sont encore à réaliser pour la levée de capitaux de la très grande entreprise c'est-à-dire essentiellement les entreprises « corporate » susceptibles aussi d'alimenter la croissance économique.

15. Le marché européen des actions: vers une intégration nécessaire, intervention de Jacques de Larosière, co-Président d'Eurofi 2000 aux entretiens économiques de Bruxelles le 3 mai 2002.

16. Cf. *L'European Financial Services Round Table*, février 2002.

6. Les principaux intervenants du secteur: marchés au comptant  
(au 31 décembre 2002)

	Volume de transactions sur carnet d'ordres central (actions domestiques et étrangères) (en milliards)	Capitalisation (en milliards)	Nombre de sociétés
NYSE	n.d.	8 654	2 366
Tokyo Stock Exchange	n.d.	1 986	2 153
Nasdaq	n.d.	1 915	3 649
<b>Euronext</b>	<b>1 570</b>	<b>1 477</b>	<b>1 484</b>
London Stock Exchange	1 066	1 708	2 824
Deutsche Börse	870	658	934

Sources : Euronext, LES, FESE, FIBV.

Cette asymétrie s'explique d'abord par des coûts de transaction transfrontières encore beaucoup trop élevés (base domestique). Les surcoûts ont été estimés à 30 % pour les négociations « *wholesale* » et à 150 % pour le « *retail* » par une récente étude de DBAG Clearstream (mars 2002). Au niveau de l'ensemble de l'Union européenne, le surcoût est évalué à 4,3 milliards d'euros dont 40 % résultent des seules disparités réglementaire, fiscale ou technique relevant des autorités nationales. Cette asymétrie s'explique aussi par un facteur « *culturel* » de proximité qui pousse les émetteurs européens à préférer un lien privilégié avec leur marché d'origine auquel ils entendent conserver un caractère directeur. Le « *multilisting* » en Europe est souvent vécu comme un risque de déperdition de la liquidité, alors qu'une double cotation sur le marché Outre Atlantique est activement recherchée.

## 2.4. Le secteur bancaire: facteurs d'intégration et obstacles à l'intégration

### 2.4.1. Les facteurs d'intégration du secteur bancaire et le rôle de l'euro

L'intégration du système financier européen concerne de très nombreux acteurs, en premier lieu duquel les banques, mais aussi les

compagnies d'assurance, les chambres de compensation et les organismes de règlement-livraison ainsi que tous les intermédiaires de l'industrie de l'investissement, et ce, en raison des nombreux liens et participations financières qui existent en Europe entre ces diverses entités.

De tels liens unissant les diverses parties prenantes à la sphère financière sont attestés par de nombreux indices :

— On observe la présence en Europe de nombreux conglomérats bancaires — ABN-Amro, BNP-Paribas, Deutsche Bank, HSBC, Crédit Agricole, Dresdner Bank, Société Générale etc. — présents sur tous les segments de l'activité bancaire et financière, et se développant jusqu'à présent sur le modèle de la « *banque universelle* ». Plus de 250 conglomérats financiers ont été créés depuis 1995. Depuis 1995, plus de 1 300 groupes nationaux présents dans les banques, les valeurs mobilières et les assurances se sont regroupés sous la forme de conglomérats. Cependant, ces opérations ont aussi été menées principalement au niveau national, même si des conglomérats transfrontaliers ont vu le jour en Scandinavie et au Benelux. Dans cinq États membres (Belgique, Espagne, Pays-Bas, Portugal et Suède), plus des deux tiers des actifs bancaires domestiques sont détenus par des banques qui appartiennent à un conglomérat financier banque/assurance. Dans quatre États membres (France, Finlande, Espagne et Irlande), plus de 50 % des produits d'assurance-vie sont fournis par des compagnies d'assurance appartenant à des groupes bancaires (cf. notamment le deuxième rapport de la COM, 2000).

— Des liens capitalistiques et commerciaux nombreux unissent les principales compagnies d'assurance européennes avec des groupes bancaires. Ce sont de tels liens qui justifient le concept d'intégration des services financiers (exemple de la bancassurance). Ces liens viennent à l'origine de la nécessité pour les compagnies d'assurance de disposer de canaux de distribution efficaces de leurs polices à travers les réseaux d'agences bancaires, et pour les banques, de constituer de nouvelles bases de données dédiées aux risques des clients. Les liens entre assurance et banque proviennent aussi des caractéristiques fiscales des produits d'assurance qui font de ces derniers des éléments obligés de la gamme des produits de placement offerts par les banques à leurs clients. Parmi les nombreux exemples de groupes européens de « bancassurance » peuvent être cités Allianz-Dresdner Bank, Crédit Agricole-Prédica, Generali-Commerzbank, Munich-Ré-HypoVereinsbank...

— Enfin, les consolidations bancaires en Europe (F&A ou autres), en nette augmentation tout au long des années 1990, atteignent un sommet pour les consolidations domestiques au cours de l'année 2001.

Pourtant, déjà, un récent rapport de la BCE<sup>17</sup> sur les évolutions structurelles du secteur bancaire montre que la situation économique difficile en 2002 aurait eu une incidence sur certaines des évolutions à plus long terme au sein du secteur bancaire de l'UE, au premier rang desquels l'internationalisation et le processus de consolidation du secteur bancaire de l'UE. Si les activités bancaires internationales ont été revues à la baisse dans différents pays, les liens avec des régions spécifiques, telles que l'Europe centrale et orientale, ainsi que les activités bancaires transfrontières au niveau régional se sont encore développés. Le processus de consolidation au sein de l'UE se serait poursuivi bien qu'à des rythmes modérés et les pressions concurrentielles sont demeurées fortes dans les secteurs bancaires de la plupart des pays.

Ainsi pouvons nous maintenant tenter d'extraire les facteurs d'intégration émanant du secteur bancaire. Comme en attestent ces indices, il existe en Europe, un certain nombre de facteurs assez puissants poussant à l'homogénéisation des comportements. Ces facteurs peuvent être liés à l'expansion extrêmement rapide des divers types d'automates bancaires, des cartes de crédit ou de débit, mais aussi de la banque à distance (tableau N° 7). Ils concernent dans tous les cas, la stratégie bancaire où une certaine reformulation de la stratégie bancaire. La stratégie peut alors se définir comme « un choix de critères de décision dits « stratégiques » parce qu'ils visent à orienter de façon déterminante et pour le long terme les activités et structurent l'organisation »<sup>18</sup>. Dans ce cadre, on constate partout en Europe une hausse importante du nombre d'automates bancaires au cours de la période 1996-2001, excepté peut être pour la Finlande. La Grèce, le Portugal et le Royaume-Uni semblent avoir massivement investi dans ce processus d'imitation. La tendance n'est pas bien différente pour les terminaux de paiement notamment pour l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande et l'Autriche. En revanche, la variation positive diminue pour les terminaux de paiement au sein de l'Union européenne avec une nette correction pour l'Allemagne en 2001, alors qu'elle reste stable pour ce qui concerne le développement des automates bancaires avec cependant un léger fléchissement en 2001 en moyenne dans l'UE.

Ainsi, l'intégration du système financier européen a-t-elle placé au centre de la stratégie bancaire, la question de l'efficacité des canaux de distribution (le « multi-channel »). Dans ce cadre, l'efficacité des canaux de distribution dépendra de la segmentation de la clientèle, de la production en volume et en valeur (production de crédits, de moyens

17. *Les évolutions structurelles du secteur bancaire*, BCE, novembre 2002.

18. Martinet Alain-Charles, *Stratégie*, Vuibert-Gestion, 1983.

de paiement) et des plateformes technologiques existantes, enfin, de l'existence des systèmes d'échange qui apportent le niveau de granularité modulaire nécessaire à la structuration de l'organisation.

En outre, dans certains pays d'Europe, l'intégration poussée du système financier trouve une traduction dans l'organisation de la régulation, du contrôle et de la surveillance. Ainsi, en particulier au Royaume-Uni, une seule autorité, la « *Financial Services Authority* », exerce le contrôle et la surveillance des marchés, des banques et des assurances. En 2001, la mise en place d'un organisme de contrôle unique pour l'ensemble des activités financières est en projet en Allemagne et en Irlande. Aux Pays-Bas, les autorités propres à chaque sous-secteur (marchés, banques, assurances) sont fédérées en un Conseil du système financier. En France, la loi sur la sécurité financière adoptée par l'assemblée nationale le 17 juillet 2003, a créé l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), qui résulte de la fusion de la COB (Commission des Opérations de Bourses) et du CMF (Conseil des Marchés Financiers).

L'urgence de l'intégration financière européenne, jointe à la complexité du domaine, ont porté les autorités européennes à exclure la démarche ordinaire de l'harmonisation, jugée en l'espèce trop lourde et trop lente. En matière financière, le principe retenu est celui de la « reconnaissance mutuelle » qui consiste pour chaque pays-membre à reconnaître les homologations ainsi que les contrôles et la surveillance effectués par le pays d'origine (« *home country* »). En revanche, les litiges entre clients et établissements relèvent, pour la plupart, du pays dans lequel la prestation a été fournie (« *host country* »). Le principe de la reconnaissance mutuelle débouche sur la notion de « passeport européen » pour les services financiers, notion qui se traduit par la possibilité d'offrir dans les autres pays-membres tout service bancaire et financier ayant reçu les autorisations nécessaires de la part des autorités du pays d'origine. Cette possibilité est loin d'être lettre morte puisque, par exemple, selon l'autorité britannique de contrôle des activités financières, la FSA, une centaine de banques exerce au Royaume-Uni sous homologation et surveillance d'autorités d'États-membres autres que le Royaume-Uni.

7. Indicateurs de la tendance des services bancaires dans l'Union européenne vers des processus de plus en plus automatisés

	Accroissement des guichets automatiques de 1996-2001, par tête						Accroissement 1996-2001 du nombre de transactions par carte de paiement auprès de GAB et DAB <sup>1</sup>						Accroissement du nombre de terminaux de paiement sur les points de vente 1996-2001					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgique	16,4	24,3	15,1	7,7	8,6	2,1	6,1	3,8	-0,2	15,3	14,1	9,2	11,6	5,4	8,6	7,1	16,9	24,0
Danemark	8,7	8,1	6,8	3,6	2,3	2,3	ND	ND	ND	ND	ND	ND	18,6	36,3	12,8	6,4	6,8	13,5
Allemagne	5,3	10,1	10,2	1,3	3,1	4,1	13,8	ND	ND	7,7	11,0	-4,7	124,2	60,3	44,1	30,3	25,0	-26,3
Grèce	43,0	13,1	-1,0	40,9	13,7	26,1	43,9	6,7	25,6	21,4	30,8	27,9	66,0	58,0	86,1	35,0	-14,3	39,1
Espagne	14,1	11,5	11,6	10,5	7,1	4,8	3,0	4,0	5,5	3,5	10,3	-5,5	19,5	14,1	10,1	3,1	7,7	6,3
France	7,3	10,4	8,6	10,3	8,4	5,0	6,6	8,9	11,5	10,3	5,5	7,6	1,5	2,6	6,3	10,5	4,9	7,8
Irlande	ND	0,0	16,9	-0,3	6,3	2,5	ND	16,0	20,7	20,0	4,0	6,9	ND	17,0	187,1	25,4	99,6	8,1
Italie	11,3	4,9	9,8	7,7	5,0	8,3	11,5	12,0	18,2	2,5	5,6	6,6	39,6	30,9	23,0	25,9	31,1	31,1
Luxembourg	19,3	4,5	21,9	9,2	4,8	9,2	11,2	7,5	8,7	10,9	4,6	8,3	10,5	4,9	8,9	9,1	4,9	13,2
Pays-Bas	4,9	4,0	2,7	1,6	3,7	3,2	11,1	1,0	5,2	5,9	4,4	-4,3	30,9	25,1	11,6	8,6	6,9	6,5
Autriche	15,0	10,3	11,6	10,4	11,3	12,2	10,3	7,4	4,8	5,0	6,0	5,0	50,7	161,6	44,3	49,5	39,7	44,6
Portugal	46,1	0,2	12,8	20,1	14,0	8,5	32,2	19,8	20,1	11,0	11,8	12,4	29,7	20,9	17,8	14,8	12,7	13,5
Finlande	-5,1	-0,6	-3,4	-1,2	-2,2	-0,1	6,0	4,7	3,6	3,0	2,5	1,6	4,1	5,9	5,6	5,3	3,3	8,1
Suède	0,8	-0,4	4,9	3,8	1,4	-1,9	5,7	5,1	6,7	-6,9	3,5	4,4	12,9	12,1	8,1	9,1	7,4	1,3
Royaume-Uni	5,7	4,8	6,0	11,4	20,5	11,1	8,7	9,1	6,0	6,4	3,0	8,2	8,9	-3,6	15,1	14,8	5,0	5,0
Moyenne de l'UE	10,0	8,1	8,7	8,3	8,3	6,7	10,9	8,4	10,6	6,9	7,8	3,5	43,3	26,2	22,6	18,0	16,3	5,5
Moyenne de la zone euro	10,0	8,8	9,7	6,7	5,9	6,1	10,4	8,5	11,3	6,9	8,1	2,5	50,9	32,5	24,8	19,2	19,0	5,6

1. GAB : Guichets automatiques de billets, DAB : Distributeurs automatiques de billets.  
Source : ECB, Blue Book Addendum incorporating 2000 figures, *Payment and securities settlement systems in the European union*, septembre 2003.

## 2.4.2. Les obstacles à l'intégration du secteur bancaire

En dépit de la volonté des autorités européennes de favoriser les regroupements bancaires à l'échelle de l'Union, même avec la mise en circulation de l'euro, un certain nombre d'obstacles pratiques constitue autant de freins à la constitution de groupes bancaires consolidés à l'échelle de l'Europe. Il en va ainsi de la grande disparité des habitudes de paiement d'un pays membre à l'autre: ici la tendance s'oriente vers une diminution de l'utilisation des chèques en faveur de l'utilisation de la carte (France, Irlande, Italie), mais des disparités importantes subsistent ce qui montrent du même coup que les préférences des consommateurs peuvent constituer aussi un frein à l'intégration du système financier pour le compartiment bancaire.

8. Part de chaque type de moyen de paiement dans l'ensemble des transactions en 2001

	Chèques	Cartes	Virements	Débits automatiques
Belgique	3,8	33,3	47,8	11,2
Danemark	5,5	53,7	24,1	15,8
Allemagne	2,3	11,3	49,8	36,4
Grèce	3,4	77,8	8,5	10,2
Espagne	7,3	26,3	15,6	50,7
France	35,4	30,0	17,8	16,8
Irlande	30,1	39,7	13,0	17,1
Italie	20,3	24,6	34,7	20,4
Luxembourg	0,1	61,5	27,5	8,2
Pays-Bas	0,2	32,4	38,2	28,2
Autriche	1	14,6	55,5	28,4
Portugal	27,1	56,4	4,4	11,8
Finlande	0,1	41,7	53,1	5,1
Suède	0,1	33,4	58,2	8,2
Royaume-Uni	23,5	39,0	17,7	19,7
Moyenne de l'UE	15,1	28,8	30,4	25,5
Moyenne de la zone euro	14	26,3	32,1	27,3

Source: ECB, Blue Book Addendum incorporating 2000 figures, *Payment and securities settlement systems in the european union*, septembre 2003.

En outre, au moment où l'euro commence à circuler sous la forme de pièces et de billets, les obstacles à lever pour voir émerger des banques pan-européennes tiennent encore dans l'homogénéisation des statuts particuliers (mutuelles, banques publiques etc...) à l'intérieur de chaque État-membre, de façon à aboutir à des situations concurrentielles équitables (ceci a très longtemps concerné en particulier les banques publiques qui détiennent, en Allemagne, une part du marché bancaire proche de 50 %, ou concerne encore les avantages fiscaux

accordés à certains réseaux mutualistes en France...). Ainsi que l'illustre les tableaux 9 et 10, le secteur bancaire européen comprend, en apparence, un grand nombre d'institutions mais à caractéristiques structurelles assez différenciées (parts de marché des agences et des succursales étrangères, degré de concentration...). En outre, dans de nombreux pays de l'Europe, les secteurs bancaires nationaux atteignent un degré de concentration plus élevé qu'aux États-Unis, voire même plus élevé qu'au Japon. La différence la plus marquante entre l'Europe d'une part, les États-Unis et le Japon d'autre part, tient à l'absence de grandes institutions à couverture continentale et disposant d'une fraction très importante des dépôts, à l'instar de Bank of America aux États-Unis, ou de Bank of Tokyo Mitshubishi au Japon.

9. Parts de marché des agences étrangères et des filiales en Europe Occidentale en 1999

	En provenance de l'Union économique européenne		En provenance des pays tiers			Total	
	Filiales	Succursales	Filiales	Succursales	1999	1988	1983
Autriche	0,7	1,6	0,1	1,0	3,3	n.d.	n.d.
Belgique	9,0	19,2	6,9	1,2	36,3	35,2	33,9
Finlande	7,1	0,0	0,0	0,0	7,1	n.d.	n.d.
France	2,5	n.d.	2,7	n.d.	9,8	13,5	10,1
Allemagne	0,9	1,4	0,7	1,2	4,3	1,8	1,0
Irlande	17,7	27,8	1,2	6,9	53,6	21,4	27,0
Italie	3,6	1,7	1,4	0,1	6,8	3,0	2,6
Luxembourg	19,4	65,7	1,4	8,1	94,6	91,0	n.d.
Pays-Bas	2,3	3,0	0,5	1,9	7,7	13,0	10,7
Portugal	2,5	6,8	0,1	1,0	10,5	4,2	n.d.
Espagne	4,8	3,4	1,6	1,9	11,7	11,0	7,3

Sources : Commission européenne (1997), Belaisch et al. (2001). ND : Non disponible.

## 10. Nombre d'institutions bancaires et concentration dans la Zone euro

	Part des actifs détenue par les dix premières institutions en 1999	Concentration des cinq premières institutions en 2000	Nombre total d'institutions en 1999
Zone euro	n.d.	n.d.	7040*
Autriche	57	n.d.	995
Belgique	74	n.d.	136
Finlande	80	60	341
France	73	n.d.	567
Allemagne	28	61	3 577
Italie	38	16	909
Pays-Bas	88	60	169
Portugal	n.d.	90	39
Espagne	62	98	307
Suède	93	51	124
Royaume-Uni	68	n.d.	537
Suisse	62	70	394
Etats-Unis	26	55	22 140
Japon	51	21	610

\* Excluant l'Irlande et le Luxembourg.

Source: Retail banker International, September 1999, Lehman Brother et BCE pour l'année 2000.

À ce sujet, la concentration des banques européennes sur ce qui constitue leur marché domestique de prédilection contraste déjà avec la situation tout à fait étonnante qu'elles occupent dans les financements internationaux, situation qui les place en situation dominante sur le plan mondial et qui provient de leurs engagements aux cotés des groupes européens de l'industrie et des services, en direction des pays émergents, et en particulier en Amérique latine.

## 11. Classement des banques étrangères en Amérique latine en fonction des engagements

	Pays d'origine	Engagements totaux (milliards d'USD)	Part de marché régionale (%)
BBV	Espagne	22,1	4,2
Banco Santander	Espagne	18,5	3,5
Citibank	Etats-Unis	11,6	2,2
ABN Amro	Pays Bas	10,5	2,0
BankBoston	États-Unis	7,5	1,5
HSBC	Royaume-Uni	6,2	1,2
Banco Sudameris	France	2,7	0,5
Lloyds bank	Royaume-Uni	2,7	0,5
BNL	Italie	2,1	0,4

Source: Salomon Smith Barney, publié dans « Retail International Yearbook », 2000, p. 116.

Cette observation tend à prouver que d'insuffisantes capacités à gérer la complexité ne sauraient expliquer la fragmentation de l'industrie bancaire européenne, et milite, à l'inverse, pour attribuer l'essentiel de la responsabilité de l'absence de groupe bancaire à portée continentale en Europe, aux obstacles à caractères institutionnel et réglementaire.

L'une des illustrations majeures de la perte de substance qui résulte pour l'Europe de la fragmentation de son industrie bancaire, en dépit du poids de celle-ci sur le marché international du crédit, tient dans la domination des grandes banques d'investissement originaires des États-Unis sur le marché des fusions-acquisitions en Europe. Or, non seulement l'activité de fusions-acquisitions est génératrice de commissions très substantielles, mais encore, cette activité constitue un vecteur essentiel de la restructuration de l'économie bancaire européenne. En réalité, la faiblesse relative des banques européennes — qui, traditionnellement, se sont davantage développées dans les activités de banque commerciale et de crédit plutôt que dans les activités de banque d'investissement — tient, certes, comme premier facteur d'explication, à l'absence jusqu'à présent de groupes bancaires de portée pan-européenne, mais aussi au retard pris par les plus grands pays de l'Union européenne (l'Allemagne, la France et l'Italie) à mettre en place des fonds de pension qui serviraient de clientèle captive à une industrie européenne de banque d'investissement.

## 12. Banques conseils pour des acquéreurs ou des cibles européennes

Rang	Montant des transactions (millions d' USD)	Nombre d'opérations
Goldman Sachs	708,7	148
Morgan Stanley Dean Witter	667,4	188
Merrill Lynch	525,9	159
JP Morgan	401,4	112
Warburg Dillon Read	308,1	163
Crédit Suisse First Boston	275,1	152
Lazard Houses	233,4	122
Deutsche Bank	220,5	110
Rothschild	143,4	175
Dredner Kleinwort Benson	139,2	82
Lehman Brothers	119,1	84
Salomon Brothers	118,9	64
BNP Paribas	112,7	92
Donaldson Lufkin Jenrette	80,2	82
Crédit Agricole Indosuez	62,3	11

Source : Thomson Financial Securities Data au 05/01/2000.

## 13. Actifs des Fonds de pension

En % du PNB

Italie	3,0
Espagne	3,8
France	5,6
Allemagne	5,8
Danemark	23,9
Suède	32,6
Finlande	40,8
Irlande	45,0
Royaume-Uni	74,7
Pays-Bas	87,3
Suisse	117,1
États-Unis	58,2

Source: OCDE Maintenir la Prospérité dans des sociétés vieillissantes.

En effet, face au vieillissement de la population européenne, les fonds de pension sont considérés comme une des réponses possibles non idéologiques parmi d'autres aux difficultés financières que connaissent les systèmes publics de protection sociale. Un certain rattrapage par rapport aux États-Unis a donc été entamé en Europe depuis 1997 comme en témoigne les chiffres suivants.

Au cours de la période 1997-2000, et parmi les États membres pour lesquels les données sont disponibles, seuls deux pays ont connu une diminution du nombre de membres des fonds de pension: le Danemark (– 10 %) et la Finlande (– 22 %). Les croissances les plus fortes ont été observées en Espagne (84 %), en Autriche (60 %) et en Italie (58 %).

De 1997 à 2000, le volume total des cotisations a augmenté dans tous les pays sauf en Finlande (– 54 %), au Danemark (– 29 %), en Belgique (– 12 % entre 1997 et 1999) et en Autriche (– 4 %). L'Espagne (308 %), la Suède (245 %) et l'Italie (117 %) ont connu les hausses les plus fortes. En 2000, les montants les plus élevés de cotisations ont été enregistrés au Royaume-Uni (32 milliards d'euros), en Allemagne (18 milliards), en Espagne (15 milliards) et aux Pays-Bas (13 milliards).

Les dépenses totales de pension constituent la « raison d'être » des fonds de pension complémentaire et donc, la majeure partie de leurs dépenses. Celles-ci se sont accrues dans tous les États membres pour cette même période sauf au Danemark (– 19 %). L'Espagne (597 %), la Suède (329 % de 1998 à 2000), l'Autriche (140 %) et l'Italie (125 %) ont connu les augmentations les plus fortes.

Au niveau de l'UE, le montant total des placements s'est accru d'environ 20 % entre 1997 et 2000. L'Autriche (160 %), l'Italie (88 %) et l'Espagne (80 %) sont les États membres qui ont enregistré les plus fortes croissances de leurs placements totaux. En 2000, le Royaume-Uni (1 028 milliards d'euros) et les Pays-Bas (454 milliards) sont les deux pays qui ont investi le plus en termes absolus<sup>19</sup>. Ainsi, cette évolution positive des fonds de pension en Europe témoigne d'un renforcement de la tendance vers une « culture actions » susceptible d'offrir des investissements d'arbitrage générateurs de convergence en matière de rendement.

## 3. Les avancées et les réformes pour un développement de l'intégration

### 3.1. Les avancées dans le domaine de la convergence réglementaire et stratégique

#### 3.1.1. Le Plan d'action pour les services financiers (PASF)

La philosophie du PASF repose sur les impacts attendus de l'élimination du risque de change: en éliminant le risque de change pour les investisseurs dans une grande partie de l'Union, l'euro fait prendre conscience des coûts résiduels liés à la fragmentation du système financier européen. Il a aussi mis en évidence un certain nombre de limites et d'imperfections dans le cadre réglementaire actuel.

Ce constat a permis de forger un large consensus en faveur d'un programme de réformes réglementaires: le PASF. Dans ce cadre, pour se réaliser, l'intégration du système financier européen ne peut éviter de suivre les deux stratégies que sont:

— *L'intégration à l'échelle européenne des marchés financiers* (marchés d'actions, marchés d'obligations, marchés du papier commercial et des autres placements monétaires, marchés des produits dérivés correspondants...)

<sup>19</sup>. Eurostat, 149/2002.

— *La consolidation et la rationalisation du secteur bancaire* entendu au sens large — c'est-à-dire incluant aussi bien le marché des services bancaires aux particuliers (« *retail banking* ») que celui des services bancaires aux entreprises (« *wholesale banking* » ou « *corporate banking* »), et y compris l'assurance — au moyen de la constitution de groupes offrant leurs services à l'échelle de l'Europe dans la logique du « marché unique ». Il s'agit des deux grands principes du célèbre « Plan d'action » pour les Services Financiers.

Le « Plan d'action pour les services financiers » de mai 1999 est un ensemble de mesures complexes dont l'objectif procédural consiste à permettre l'émergence d'un système financier européen intégré. On retrouve dans la liste des mesures, la création d'un marché unique des services financiers de gros, l'ouverture et la sécurité des marchés de détail, le choix de règles prudentielles efficaces et des conditions générales à la réalisation d'un marché financier unique à travers l'Union européenne. Depuis mai 1999, la Commission européenne a précisé et élargi cette liste.

C'est ainsi que le projet a reçu une nouvelle impulsion politique lors du Conseil européen de Lisbonne, en mars 2000, quand les Chefs d'États et de gouvernements européens ont fixé l'année 2005 comme une date butoir à la mise en œuvre du Plan d'action :

Ainsi, la question qui peut être posée est bien celle des modalités particulières de cette régulation financière. Ceci nous amène naturellement à évoquer le rapport Lamfalussy.

14. Le Plan d'Action pour les Services Financiers

Un marché unique pour les opérations de gros	Des marchés de détail accessibles et sûrs	Moderniser les règles prudentielles et la surveillance	Des conditions propices à un fonctionnement optimal du marché unique des services financiers
Faciliter la levée de capitaux dans toute l'UE	Directive sur la vente à distance	Adopter la proposition de directive concernant l'assainissement et la liquidation des entreprises d'assurance	Adopter une directive sur la fiscalité et l'épargne
Définir un cadre juridique commun pour les marchés de valeurs mobilières et d'instruments dérivés intégrés	Communication de la Commission codifiant les critères à appliquer pour une information claire du consommateur	Adopter la proposition de directive concernant l'assainissement et la liquidation des banques	Mise en œuvre du code de conduite de décembre 1997 sur la fiscalité des entreprises
Elaboration d'un corpus unique de règles d'information financière pour les sociétés cotées en Bourse	Recommandation en faveur de l'application des meilleures pratiques en matière d'information (crédit hypothécaire)	Adopter la proposition de directive sur la monnaie électronique	Examen des dispositions régissant la fiscalité des produits financiers
Contenir le risque systémique lié au règlement des opérations sur titres		Modifier la directive sur le blanchiment d'argent	Propositions de la Commission pour une coordination des dispositions fiscales applicables aux retraites complémentaires
Générer un environnement sûr et transparent pour les restructurations transfrontières		Modifier les directives sur le ratio de solvabilité et sur les fonds propres des banques et des entreprises d'investissement	
Développer un marché unique pour les investisseurs		Proposition visant à modifier les règles prudentielles pour les conglomérats financiers	

Source : (COM, 1999) 232).

### 3.1.2. Le rapport Lamfalussy de juillet 2000 <sup>20</sup>

Le « Comité des Sages », présidé par Alexandre Lamfalussy et chargé d'étudier l'évolution de la réglementation européenne des produits financiers susceptible de favoriser l'intégration du marché financier, a proposé une démarche législative originale pour mettre en œuvre le Plan d'action pour les services financiers. Cette réglementation européenne est fondée sur les quatre principes suivants :

— L'adoption, suivant les procédures législatives normales propres à l'Union, du cadre général et des principes de la législation européenne en matière de produits financiers. À ce « premier niveau », de nature politique, les textes de loi ne devraient pas entrer dans les détails, mais se concentrer sur les principes relatifs à chaque sujet. En d'autres termes, la Commission européenne pourrait faire les propositions nécessaires au Conseil des Ministres et au Parlement européen en vue de faire adopter lesdites propositions par la procédure de co-décision. Autant que possible, la procédure législative prioritaire, prévue bien que rarement utilisée, devrait être mise en œuvre. En outre, des règlements — c'est-à-dire des actes législatifs qui une fois agréés par le Conseil et par le Parlement, n'ont pas besoin d'une transposition (pouvant prendre plus de 18 mois de la part des États-membres) — pourraient être pris de préférence à des directives, de manière à améliorer à la fois la transparence, la rapidité et la pertinence de la mise en application.

— Les modalités relatives à l'application des principes généraux décidés au « premier niveau » seraient menées au niveau de l'Union suivant la « procédure de comitologie » (appelée « deuxième niveau »). La « comitologie » désigne la délégation par le Conseil à la Commission des pouvoirs de mise en œuvre et d'exécution de la législation européenne. Des représentants des États-membres agissant dans le cadre de « commissions de comitologie » assisteraient, dans un tel cas, la Commission pour l'accomplissement de la mise en application de la législation. Cette démarche nécessiterait la constitution d'un « Comité européen des produits financiers » qui comporterait des représentants des États-membres et des membres de la Commission, et qui aurait pouvoir de décision sur les détails techniques de l'application des principes de « premier niveau », ainsi que la responsabilité de mettre ces détails à jour en tant que de besoin. Les règles techniques décidées par l'intermédiaire de ce mécanisme fourniraient, entre autres, les bases pour la mise en œuvre pratique du principe de « reconnaissance mutuelle » propre au marché unique. De surcroît, le « Comité européen

21. En juillet 2000, le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances a créé un Comité des sages sous la présidence du baron Lamfalussy, l'ancien président de l'Institut monétaire européen, pour examiner la réglementation des marchés des valeurs mobilières en Europe.

des produits financiers » serait assisté d'une commission constituée des organismes nationaux de réglementation et de contrôle suivant un dispositif similaire à celui du FESCO (Forum Européen des Commissions d'Opérations Boursières) avec un statut et une mission précisément définis. Les organismes de réglementation et de contrôle pourraient ainsi assister la Commission sur les détails techniques relatifs à l'application des principes généraux.

— L'application par les États-membres du droit communautaire — « Troisième Niveau » — devrait être réalisée dans le cadre d'une coopération renforcée entre les instances nationales de réglementation et de contrôle, de manière à assurer la transposition la plus cohérente possible des « Premier » et « Deuxième Niveaux ». Les instances nationales de réglementation et de contrôle devraient être encouragées à conclure des protocoles d'interprétation ainsi qu'un processus de vérification commun des modalités de mise en application. Les États-membres devraient en outre s'assurer qu'une seule instance nationale est compétente et munie des pouvoirs adéquats pour chaque aspect de la réglementation européenne des services financiers.

— Le « Quatrième Niveau » consisterait à renforcer la coopération entre les États-membres, leurs instances de réglementation et de supervision et la Commission pour ce qui concerne l'application de la réglementation. Des rapports sur le travail du « Comité des Produits Financiers et des Superviseurs » seraient soumis chaque année au Conseil et au Parlement.

L'existence d'une procédure de comitologie ne peut cependant se soustraire à l'obligation presque doctrinale des banques dans le domaine de la stratégie. Le principe d'efficacité d'une régulation financière souhaitée requiert aussi la mise en œuvre des systèmes d'information de contrôles, et des méthodes appropriées susceptibles d'apporter une réponse opérationnelle crédible aux espoirs de la régulation institutionnelle : dans ce cadre, nous évoquerons le « Straight Trough Processing » ou l'« automatisation de la chaîne de valeur ».

### 3.2. Les réformes opérationnelles à engager : le *Straight-Through-Processing* (STP)

Précisons de prime abord les enjeux du STP, en d'autres termes, quel est l'intérêt du développement du STP dans le cadre d'une intégration souhaitée du système financier en Europe, pourquoi le STP, qu'est-ce que le STP ?

### 3.2.1. Le *Straight-Through-Processing* dans le domaine de la gestion des virements transfrontaliers

Le *Straight-Through-Processing* dans le domaine de la gestion des virements transfrontaliers est l'automatisation d'une chaîne de traitements événementiels en vue d'aboutir à l'automatisation complète des virements. Les efforts se sont concentrés sur l'adoption de normes et ont conduit à développer le « Numéro de Compte Bancaire International » ainsi que l'« Ordre International de Paiement ». Dans une première étape, le système « STEP1 » (*Straight-Through European-Processing*) constitue l'offre la plus immédiatement disponible coordonnée par l'Association Européenne des Banques, et vise à offrir à ses utilisateurs les avantages suivants :

- Une heure de clôture unique pour les paiements au sein des pays de l'Union ;
- Une seule position de liquidité à gérer ;
- Des procédures simplifiées de reconnaissance ;
- Une amélioration des procédures directes (*Straight-Through*) grâce à l'utilisation de normes communes agréées par la profession ;
- La liaison avec une large communauté bancaire ;
- L'utilisation du réseau SWIFT comme infrastructure de messagerie et de routage afin de minimiser les coûts de connexion au système.

### 3.2.2. Le *Straight-Through-Processing* dans la « filière titres »

Le *Straight-Through-Processing* dans la « filière titres » est l'automatisation d'une chaîne de traitements événementiels de la banque A vers la banque B *via* un système de paiement « centralisé », pour traiter les opérations de règlement-livraison des clients de A et B. Les systèmes de paiement en cours d'installation reposent sur une Chambre de Compensation Trans-Frontière Automatique, accessible à un grand nombre de banques au sein de l'Union européenne.

Le *Straight-Through-Processing* dans le « domaine titres », repose sur les technologies suivantes : la normalisation des échanges avec les autres acteurs financiers *via* les standards FIX et Swift/Iso 15 022) ainsi qu'une connexion à des plate-formes de communication ou de négociation reliant différents acteurs.

Quelles sont les raisons de cet intérêt ? Les enjeux autour de la question du développement du « *Straight-Through-Processing* » peuvent se résumer de la façon suivante : il corrobore une tendance prononcée de l'industrie financière. En effet, de 1999 à 2004 nous allons passer

d'environ 600 000 transactions sur titres par jour, à plus de 1 400 000 prévues en 2004, (pour les USA d'après SIA/Forrester). L'industrie financière est en train d'adopter progressivement des standards informationnels, alors que les marges sur transaction semblent avoir diminué. Sur les marchés financiers, la tendance observée est à la fusion notamment au niveau des Bourses et chambres de compensation avec la constitution notamment d'Euronext et Clearnet. Le nombre de participants a également diminué suite aux fusions et acquisitions, et l'importance croissante de la gestion de la relation client ne fait que renforcer les « contraintes client et marketing » et la nécessité de mettre sur pied, à l'échelle communautaire, des « reporting intraday ».

Au niveau réglementaire, il faut savoir qu'il existe aujourd'hui une « initiative J + 1 » en Amérique du Nord. Il s'agit d'un règlement-livraison à J + 1 par rapport au passage de l'ordre. En France, le couple Relit / RGV représente aujourd'hui le système le plus automatisé et le plus fiable du marché et permet déjà de faire du J + 1 sur certains produits. Mais en Europe, les systèmes d'échange ne sont pas totalement automatisés non plus qu'intégrés. Le STP permettrait pourtant d'accélérer le processus de règlement-livraison. Enfin, sur le plan technologique, nous pouvons avancer que le passage d'un mode de fonctionnement de type Batch vers un mode de fonctionnement en temps réel, ainsi que la mise à jour de la comptabilité au fil de l'eau, la multiplication des plateformes de négociation électronique (*Electronic Communication Network*) due à l'utilisation croissante d'Internet par les investisseurs, viennent révéler la nécessité de mettre en place une intégration plus poussée des systèmes d'échange *via* un STP.

Ainsi, l'intérêt de voir se développer en pratique les principes du *Straight-Through-Processing* réside en particulier dans sa capacité à accroître la capacité de traitement des opérations sur titres, et notamment une hausse importante de celles-ci. Il permet donc de faire face à une augmentation du nombre considérable de volumes transactionnels dans un cadre européen marqué par l'Unification monétaire. Ainsi, le *Straight-Through-Processing* permet-il de réduire les coûts opératoires (*via* un certain nombre de gains de productivité), et de réduire les délais de traitement des événements, ainsi que le risque opérationnel associé aux événements.

Les conditions de la mise en œuvre d'un *Straight-Through-Processing* restent toujours un choix qui dépend de la stratégie de diminution des coûts de transaction de la banque. Le *Straight-Through-Processing* reste cependant assujéti aux évolutions des standards du marché financier comme la norme Swift pour les échanges interbancaires et le code ISIN

comme référence des valeurs financières. Enfin, il demande un re-engineering des « *processus métiers* » concernés et s'accompagne forcément d'une réflexion sur l'architecture du système d'information associé. Cette démarche est vue par un certain nombre d'acteurs comme une occasion d'examiner l'opportunité d'externaliser certaines activités de leur « *back-office* » titres.

Ainsi, en conclusion, le STP répond aux exigences d'une intégration plus poussée du système financier européen. Il accroît la capacité de traitement pour faire face à une augmentation significative du volume de transactions, il permet une diminution des coûts par une réduction des anomalies et une automatisation des flux internes et externes aux banques, une réduction des délais de règlement et de livraison des titres. Enfin, n'oublions pas que le STP permet une diminution, entre autres, du risque opérationnel par une limitation/suppression de l'intervention humaine dans le circuit de traitement des titres.

## 4. Conclusion

### *L'intégration financière de l'Europe s'inscrit dans la stratégie de croissance adoptée de longue date par l'Union européenne*

Par le principe de la cotation sur des marchés de capitaux parfaitement intégrés, c'est-à-dire « à portée *pan-européenne* », par la possibilité d'émettre des obligations ou du papier commercial au-delà du pays d'origine pour ce qui concerne les produits à taux fixe, en promouvant la notoriété de la marque pour les investisseurs et, de manière générale, pour les acteurs financiers, un système financier européen plus intégré aurait vocation à apporter plus de visibilité et de transparence pour les entreprises, en contribuant ainsi à renforcer les opportunités de développement de ces dernières sur leur(s) métier(s) au-delà de leur marché national d'origine. On peut ainsi espérer voir émerger en Europe une génération nouvelle d'entreprises résultant de la croissance de PME dynamiques au-delà de leur marché d'origine. Sur le plan macroéconomique, une telle régénération du tissu d'entreprises, accompagnée d'économies d'échelle et d'une allocation plus efficace des facteurs de production, se traduit *in fine* par l'augmentation de la croissance potentielle et de l'emploi en Europe.

Pour les entreprises, l'apparition de groupes bancaires de dimension européenne ne peut que favoriser le déploiement de leur(s) activité(s)

en Europe. En particulier, l'appui de banques pan européennes œuvrant à l'échelle de l'Europe doit contribuer à l'émergence de marques commerciales, elles aussi de dimension européenne, sur le modèle des marques pan-européennes déjà existantes comme Heineken (le « Coca Cola de la bière »), Findus dans le domaine alimentaire, Benetton ou Zara, Adidas ou Fila, dans le domaine vestimentaire, ou encore Shell, BP, Volkswagen, etc. dans l'énergie et l'automobile.

Pour les « corporates », c'est-à-dire les entreprises de grande taille, la restructuration de l'appareil productif européen et sa rationalisation (« intégration de la sphère réelle ») doivent être facilitées par les opérations boursières classiques — OPA, OPE... —, elles-mêmes facilitées par un marché financier mieux intégré et des banques mieux à même de conseiller leurs clients à un niveau pan-européen. La consolidation bancaire devrait d'une certaine manière aller de pair avec une intégration renforcée des marchés financiers. Pour les consommateurs-épargnants, la stimulation de la concurrence, la diversification de l'offre et les effets d'échelle doivent aussi se traduire par une diminution du prix des services bancaires et d'assurance, jointe à une amélioration de la qualité de ces derniers.

### ***L'attractivité de l'Europe comme zone de placement financier***

La dé-fragmentation du système financier européen doit aussi contribuer à améliorer le rendement des placements du point de vue des investisseurs institutionnels en portefeuille. Elle a notamment des conséquences directes en matière d'opportunités de placement des grandes institutions d'épargne (assurances, gestion collective, caisses de retraite...). De manière intuitive, elle doit donc également bénéficier aux épargnants par l'enrichissement de l'univers d'investissement destiné à leur épargne collective. Ce même enrichissement de l'univers d'investissement bénéficie d'ailleurs directement aussi aux épargnants européens qui sont de plus en plus nombreux à gérer eux-mêmes un portefeuille d'actifs financiers.

C'est enfin avec la constitution d'un système financier offrant un attrait comparable à celui du système financier des États-Unis que l'Europe pourra attirer les investissements internationaux dans des conditions de taux de change et de taux d'intérêt plus favorables que par le passé à sa croissance.

Avec le Pacte de stabilité et de croissance, l'unification monétaire et ses corollaires, au premier rang desquels figurent l'intégration du système financier européen, marquent sans ambiguïté la remise en cause radicale des principes de la politique économique qui ont prévalu

jusqu'au début des années 1980 dans les pays de l'Union européenne, et tout particulièrement l'abandon du *fine tuning* conjoncturel au profit du renforcement permanent des facteurs structurels de la compétitivité, renforcement débouchant sur l'attractivité de l'Europe comme zone d'investissement direct ou financier.

## Références bibliographiques

- AGLIETTA M., ORLEAN A., « La monnaie, entre violence et confiance », Odile Jacob, 2002.
- AYADI R., DE LIMA P. et PUJALS G., 2002 : « Les restructurations bancaires en Europe », *Revue de l'OFCE*.
- AYUSO J. et BLANCO R., 1999 : « Has financial market integration increased during the nineties? », Banco de Espana.
- BCE, 2002 : « les évolutions structurelles du secteur bancaire », novembre.
- BREESCH W., 2001 : « Quel rôle pour les banques face à la désintermédiation », *Problèmes Économiques* N° 2721.
- BUCH C. M., 2001 : « Financial market integration in a Monetary Union », Kiel Institute of World Economics.
- BUCH C.M., 2000 : « Financial market integration in the US: lessons for Europe », Kiel Institute of World Economics.
- BUCH C.M. et HEINRICH P., 2002 : « Financial integration in Europe and banking sector performance », Kiel Institute of World Economics.
- DAVYDOFF D., GAJEWSKI J.-F. et GRESSE C., 2002 : « Trading costs analysis: a comparison of Euronext Paris and the London Stock Exchange ».
- ECB, 2003 : « Payment and securities settlement systems in the european union », septembre.
- SECOND ECB CENTRAL BANKING CONFERENCE, 2002 : « The transformation of the European financial system », Editors: Vitor Gaspar, Philipp Hartmann, Olaf Sleijpen, October.
- EPPENDORFER C. et BECKMANN R., 2002 : « Market access strategies in the EU banking sector », Ruhr-University of Bochum.
- FRATZSCHER M., 2001 : « Financial market integration in Europe: on the effect of EMU on stock markets », *WP N° 48 ECB*.

- HEINEMANN F. et JOPP M., 2002 : « The benefits of a working European retail market for financial services », *Report to European Financial Services Round Table*.
- HEINEMANN F., 2002 : « The benefits of creating a Real EU market for investment funds », Centre for European Economic Research.
- HEINEMANN F. et SCHÜLER M., 2002 : « Integration benefits on EU retail credit markets — evidence from interest rate pass — through », Centre for European Economic Research.
- LANOO K., 2002 : « Supervising the European financial system », Centre for European Policy Studies.
- LAROSIÈRE J. DE., 2002 : « Le marché européen des actions: vers une intégration nécessaire », *Entretiens économiques de Bruxelles*.
- LEVINE R. et ZERVOS S., 1998 : « Stock markets, banks, and economic growth », *The American Economic Review*.
- MATHIS J., 1998 : « Marchés internationaux des capitaux », *Economica*.
- NEIMKE M., EPPENDORFER C. et BECKMANN R., 2002 : « Deepening European financial integration, theoretical considerations and empirical evaluation of growth and employment benefits », Ruhr-University Bochum.
- OGIEN D., 1999 : « Les marchés financiers », Gualino Editeur.
- Pricewaterhousecoopers, 2003 : « Bulletin comptable et financier », Editions Francis Lefevre.
- SCHRÖDER M., 2002 : « Benefits of diversification and integration for international equity and bond portfolio », Centre for European Economic Research.
- SCHÜLER M. et Heinemann Friedrich, 2002 : « How integrated are European retail financial market? A co-integration analysis », Centre for European Economic Research.
- SCHÜLER M., 2002 : « Integration of the European market for E-Finance – evidence from online brokerage », Centre for European Economic Research.