

Jacques de Larosière

FFSA : « Les Entretiens de l' Assurance »

11 décembre 2006

VERS UN MARCHÉ UNIQUE **DES SERVICES FINANCIERS ?**

On m'a demandé d'aborder ce sujet complexe avec du recul et dans une perspective large. Je n'entrerai donc pas dans la technique (que vont traiter dans le détail les ateliers de ces deux journées), et me bornerai à quelques données de portée générale qui peuvent aider à mieux situer certains aspects particuliers de la question posée.

Je regrouperai mes remarques autour de deux axes :

- quelle est l'importance du marché européen des services financiers et comment peut-elle se comparer à celle des autres grandes places financières du reste du monde ?
- quelles sont les insuffisances de l'intégration des marchés financiers en Europe et comment faciliter le développement du rôle mondial des acteurs de notre continent ?

I. Quelle est l'importance du marché financier européen ? Comment se compare-t-il aux autres grands marchés du monde et notamment à celui des Etats-Unis ?

A. Les marchés obligataires :

1. Les émissions nouvelles (en termes bruts) de bons en euros ont considérablement augmenté depuis la création de l'euro (1998 : 800 millions d'euros, 2005 : 2.7 milliards) ainsi que le montrent les graphiques I et II en annexe.

2. Le marché des bons émis en euros représente près de 60 % de celui des bons en dollars US. Depuis 1999, les nouvelles émissions de bons en euros se sont élevées à un chiffre cumulé de 14,9 milliards d'euros (contre 25,7 milliards d'euros pour les bons émis en US dollars). Voir le tableau I et le graphique II en annexe).

3. Mais étant donné que le rôle des banques dans le financement de l'économie est structurellement beaucoup plus important en Europe qu'aux Etats-Unis (encore que ce phénomène soit en train de se modifier), il est plus significatif de considérer le rôle international respectivement de l'euro et du dollar. Lorsqu'on calcule les émissions des sociétés « non-résidentes », des gouvernements étrangers et des institutions multilatérales sur les marchés extérieurs (c'est-à-dire sur les marchés extérieurs aux pays ou à la zone monétaire du siège de ces émetteurs), on constate que les émissions de ce type en euros ont représenté depuis 1999 un montant cumulé pratiquement égal à celui des émissions comparables en dollars (5,1 milliards d'euros contre 5,7 milliards) ainsi que le montrent le tableau I et le graphique IIbis¹.

4. Si l'on ajoute aux données ci-dessus, qui ne concernent que les obligations à plus de deux ans, les émissions obligataires à court terme ainsi que les émissions du marché monétaire, on observe que les émissions totales nettes en euros représentaient 54,9 % du marché mondial en 2005 (contre 26,4 % pour le dollar) (voir tableaux II, IIbis et IIter en annexe).

Ce sont là des considérations essentielles. Elles montrent que le marché de l'euro s'est considérablement élargi depuis le début des années 2000 et qu'il constitue aujourd'hui pour l'ensemble des sociétés et des gouvernements du monde une source de fonds sûre et liquide, d'une taille désormais supérieure à celle du dollar.

¹ En ajoutant à ces émissions « internationales », celles des gouvernements « domestiques » (respectivement de la zone euro et des Etats-Unis), les chiffres cumulés montrent que le marché en euros dépasse légèrement celui du dollar (depuis 1999 : 9.617 euros contre 9.313 euros pour le dollar).

Si le dollar est prédominant comme monnaie de réserve internationale, le marché obligataire est devenu bipolaire avec prédominance de l'euro².

B. Le marché des actions :

En revanche, bien qu'ils se soient développés depuis les années 80, les marchés d'actions européens demeurent moins amples qu'aux Etats-Unis.

En termes de capitalisation boursière, la zone euro représentait en 2005 16,8 % de la capitalisation mondiale, alors que la part des Etats-Unis s'élevait à 41,6 % et celle du Japon à 11,1 % (voir tableau III).

En termes de capitalisation boursière rapportée au PIB des pays et des zones considérées, la zone euro représentait 55 % en 2005 (contre 42,7 % en 2003) alors que les Etats-Unis représentaient 105,24 % et le Japon 84,9 %.

On voit que l'importance de « l'equity » européen est encore très significativement inférieure à celle des Etats-Unis.

Quant au volume des transactions en actions (« turnover »), l'Europe a représenté en 2006 26 % du total mondial et les Etats-Unis 49 %.

Enfin, si l'on observe la part des actions et des fonds de placement dans le portefeuille financier des ménages de l'Europe des 25, on constate que celle-ci a progressé de trois points depuis 2002 pour se situer à 26,5 % en 2005, alors que la même part aux Etats-Unis est restée stable à 45 %³.

Il convient de noter, cependant, que les marchés d'actions aux Etats-Unis ont récemment beaucoup perdu de leur attrait en raison notamment des nouvelles contraintes réglementaires américaines. Alors que ces marchés attiraient environ 50 % de

² En termes de montant moyen unitaire par émission, les statistiques montrent qu'en 2006 la moyenne pour l'euro était supérieure à 500 millions d'euros contre 300 millions pour les émissions en dollars, 400 millions pour les émissions en livres Sterling. Voir graphique III.

³ Données : L'Observatoire de l'Epargne Européenne.

toutes les nouvelles introductions publiques en bourse (IPO) au cours des années 90, ce pourcentage est tombée à 6 % en 2005 (24 des 25 plus importantes introductions publiques en bourse ont été réalisés l'an dernier hors des Etats-Unis, le plus souvent à Londres)⁴.

Cette chute brutale s'explique essentiellement :

- § par les nouvelles contraintes réglementaires (ainsi, le coût moyen par société de l'observance de la section 404 de la loi Sarbanes-Oxley s'est élevé à 4 millions de dollars en 2005) ;
- § par la montée en puissance des marchés de capitaux privés (les introductions privées sont pratiquement libres de contraintes en matière de diffusion d'informations) ;
- § par les coûts élevés d'inscription à la cote de la bourse de New York (NYSE) par rapport à ceux des grandes places non américaines ;
- § par la crainte qu'éprouvent les sociétés étrangères cotées aux Etats-unis d'y être définitivement bloquées du fait des obstacles réglementaires qui rendent difficile la sortie de la cote (une société ne peut être rayée de la cote aux Etats-Unis si elle conserve plus de 300 actionnaires de nationalité américaine !).

C. Services financiers :

Une étude récente⁵ montre que l'Europe, là où elle est encore en retard par rapport aux Etats-Unis (ex. fonds gérés, revenus des banques d'investissement, transactions en actions, hedge funds, banque privée), n'a cessé de réduire son écart depuis 2001.

Quelques données sont dignes de retenir l'attention :

⁴ See « Interim Report on the Committee on Capital Markets Regulation » by Glen Hubbard, John Thornston and Hal Scott, November 30, 2006.

⁵ Financial Market Trends, Europe vs US 2006. International Finance Services – London.

- en matière d'assurance (vie et non vie) : les primes des compagnies européennes ont dépassé celles des sociétés américaines depuis 2003 (1.300 milliards de dollars pour les premières contre 1100 milliards pour les secondes en 2005) ;
- en matière bancaire, trois chiffres sont significatifs :
 - ✓ les revenus générés en moyenne par client européen des banques d'investissement représentent 71 % de ceux du client américain,
 - ✓ les actifs des banques commerciales européennes (42.000 milliards de dollars) représentent près de quatre fois ceux de leurs homologues américaines (11.000 milliards),
 - ✓ le stock des prêts internationaux (non domestiques) consentis par les banques européennes s'élevait, fin 2005, à 14.000 milliards de dollars contre 1.900 milliards pour les banques américaines. En tenant compte des prêts intra-européens qui faussent cette statistique, l'activité internationale des banques européennes s'avère encore trois fois supérieure à celle des Etats-Unis.

Ces quelques données montrent l'importance mondiale du marché des services financiers européens et le caractère compétitif des acteurs globaux de notre continent dans un monde de plus en plus intégré. Quels sont les défis à relever pour mieux intégrer les marchés européens et les voies de progrès pour faciliter l'expansion mondiale de ces acteurs ?

II. L'insuffisance de l'intégration des marchés financiers européens et les voies de progrès :

A. L'état des lieux :

Sans entrer dans le détail, je soulignerai trois éléments :

1. Si les marchés obligataires et les marchés monétaires en Europe peuvent être considérés comme bien intégrés (la « directive-prospectus » constituant une base assez efficace), de même que les activités bancaires dites « de gros », il n'en est pas de même des activités de détail qui font l'objet de réglementations nationales très différenciées notamment en ce qui concerne la protection des consommateurs.

2. Par ailleurs, l'Europe est caractérisée par la fragmentation des infrastructures de marchés tant en ce qui concerne les bourses (dont certaines semblent préférer être rachetées par des opérateurs américains plutôt que se rapprocher entre-elles) que les systèmes de clearing et de règlement, ces derniers comptant plus de 25 institutions en Europe⁶.

3. Enfin, l'Europe est l'objet de réglementations et de systèmes de supervision encore très morcelés. Le « processus Lamfalussy » s'est efforcé d'apporter davantage de coordination et d'homogénéité tant au niveau de la transposition nationale des directives que de l'application de la supervision. Mais force est de reconnaître que les divergences nationales sont encore significatives.

Ces quelques rappels montrent que malgré les efforts considérables d'harmonisation accomplis depuis quelques années dans le cadre du Plan d'Action des Services Financiers, le marché européen de ces services n'est pas encore un vrai marché « unique », ce qui serait pourtant dans la logique de la création de l'euro. La monnaie unique n'aura, en effet, tout son sens et sa portée que lorsque l'espace financier européen sera réellement intégré.

B. Quelle approche retenir ?

1. Avant de tenter de répondre à cette question, il faut noter l'importance de l'enjeu.

Le fait que les services financiers de détail soient encore très fragmentés signifie que les consommateurs européens ne bénéficient toujours pas à l'échelle européenne d'une offre étendue de produits de retraite ni de services de détail moins chers et plus sûrs parce qu'adosés à des entités plus larges et disposant de plates-formes de production unifiées. A titre d'exemple, l'accroissement de la taille des fonds d'investissement -aujourd'hui cinq fois inférieure à celle de leurs équivalents américains- qui résulterait de la possibilité de réaliser de fusions transfrontalières de fonds, permettrait de réduire sensiblement les coûts de gestion et la volatilité du risque.

⁶ Les activités « post-trading » sont essentielles pour la compétitivité des marchés financiers en Europe : les coûts (évitables) liés à la fragmentation de ces infrastructures représentant des montants considérables (2 à 5 milliards d'euros par an selon les études).

En définitive, malgré la cohérence croissante entre les pays de l'Union Européenne en matière d'orientations générales, les spécificités nationales demeurent la règle au niveau de la transposition.

Dès lors, il n'est pas surprenant que les acteurs européens aient le plus souvent entrepris leur déploiement européen à partir d'acquisitions locales. Ce qui leur assure une familiarité avec chaque marché, mais les prive, de facto, de la simplification et des économies d'échelle résultant de l'expansion directe à partir de plates-formes uniques (ou, en tout cas, les rend plus difficiles) ; plates-formes qui n'excluent pas le déploiement d'une présence commerciale locale souvent indispensable compte tenu des différences culturelles.

Mais, il existe une considération additionnelle : la complexité et l'hétérogénéité des systèmes de régulation prudentielle et de surveillance pénalisent non seulement l'intensification des relations transfrontalières en Europe (il n'est guère plus aisé de se développer dans un autre pays européen qu'ailleurs dans le monde), mais risquent aussi de gêner, par là même, l'expansion mondiale des grands acteurs financiers de notre continent.

2. Deux approches sont, à cet égard, possibles et devraient se conjuguer :

a) L'approche classique de l'harmonisation. Il convient, bien évidemment, de la poursuivre tout en sachant que les progrès sont difficiles. En effet, au cœur même de cette question, se posent des problèmes aigus : celui, politiquement sensible, de la protection des consommateurs, celui, structurel, de la diversité des habitudes notamment en matière de moyens de paiements (usage du chèque...), celui, juridiquement complexe, de l'harmonisation des droits en matière de faillite, de contrats, de droit de sociétés sans parler de la fiscalité....

Dans cette optique, la Commission Européenne, plutôt que de proposer un nouvel arsenal de directives, tend à se centrer sur quelques priorités, notamment :

- la constitution d'une zone unique de paiements européens (SEPA : Single European Payment Area) ;
- Un nombre limité de produits (crédit à la consommation, crédit hypothécaire, OPCVM) ;
- un code de bonne conduite sur l'activité des infrastructures «post-marchés » ;
- la lutte contre le rajout de dispositions superflues au moment de la transposition des directives.

Ce que je viens de citer va dans le bon sens et peut faire avancer l'Europe des services financiers. Mais, cela ne répond pas à l'ensemble des défis et de enjeux que j'évoquais il y a un instant. Il faut donc le combiner à une autre approche.

b) L'approche consistant à renforcer les grands acteurs européens de façon à leur permettre de se développer à l'échelle non seulement européenne mais mondiale.

C'est ici que les questions de réglementation et de supervision prennent toute leur importance.

L'ensemble des services financiers européens -qu'ils appartiennent à la banque, à l'assurance ou à la gestion d'actifs- sont soumis à une vive concurrence mondiale. Ils sont confrontés à des problèmes communs : rapide évolution des technologies, concentrations croissantes, émergence de nouveaux marchés (Chine notamment) où s'affirment de nouveaux « géants » de la finance.

Pour construire l'Europe financière, il faut de manière générale favoriser une dynamique d'amélioration de la compétitivité notamment en offrant à l'échelle européenne un statut favorisant les rapprochements entre acteurs quels que soit leur origine mutualiste, coopérative ou commerciale ; et il faut en particulier que l'Europe s'assure une base solide d'acteurs ayant la vocation de se projeter à l'international ou de renforcer leurs positions en tant qu'institutions globales.

La réglementation et la supervision ont un rôle capital à jouer à cet égard. Bien conçues et appliquées avec cohérence elles peuvent faciliter cette évolution. Trop morcelées, trop complexes ou trop lourdes, elles peuvent, au contraire, freiner cette internationalisation. Il ne faudrait pas que les complexités et les fragmenations des systèmes réglementaires et de supervision européens aboutissent à gêner cette nécessaire expansion.

Les marchés, comme les institutions, changent de jour en jour. L'activité des banques et des assurances se rapproche : ces deux types d'institutions tendent à produire et à vendre certains produits financiers similaires. Les techniques de marché changent aussi : la titrisation est, à cet égard, une méthode de plus en plus utilisée par les grands acteurs financiers pour réduire leurs risques et optimiser leurs fonds propres. Les régulateurs devraient, à mon sens, tenir compte, avec la prudence

mais aussi la réactivité nécessaires, de ces nouvelles tendances et aider à faire émerger une conception homogène du capital minimum. En effet, la modélisation des risques -qui s'est affinée depuis quelques années- ainsi que la centralisation des fonctions financières devraient conduire à une plus grande efficacité de l'appréciation et de la gestion des risques et à une réduction des capitaux propres improductifs.

Les enjeux économiques liés à l'adoption de modèles internes pour les groupes financiers et leurs clients sont importants. Cette adoption devrait permettre, en effet, de réduire sensiblement les fonds propres et les réserves excédentaires et de favoriser leur réaffectation au renforcement des positions stratégiques et des capacités de développement de ces groupes.

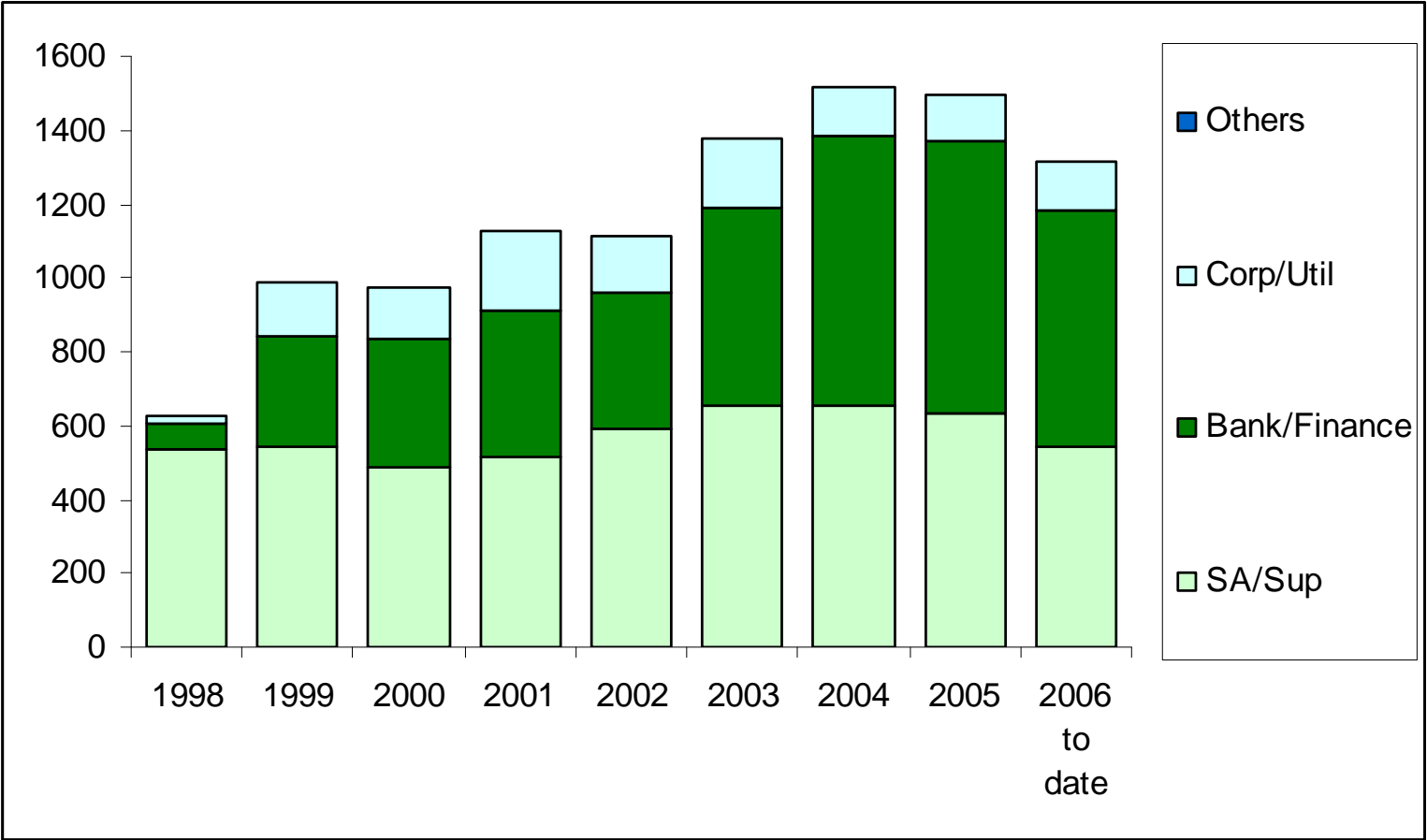
A cet égard, l'élaboration de la Directive « Solvency II » offre une chance dans la mesure où elle s'inspire, à l'instar de Bâle II, d'une conception plus économique des risques effectivement encourus et, le cas échéant, évalués sur la base de modèles internes.

Les enjeux sont de taille et les questions à régler d'importance. Quelles sont les modalités qui permettraient une application homogène des exigences réglementaires ? Comment apprécier la qualité et la pertinence des modèles internes afin de rationaliser les nouvelles exigences de fonds propres sans les rigidifier et les compliquer inutilement ? Dans quelle mesure la conception d'un « lead supervisor » est-elle appropriée ? Répond-elle aux problèmes posés en cas de crise de solvabilité ou au désir légitime de certains Etats (dont le système bancaire est largement détenu par des groupes étrangers) d'avoir un droit de regard sur les institutions qui opèrent sur leur territoire ? Que penser de la récente et innovante proposition du Trésor britannique tendant à créer un « lead supervisor » pour les groupes d'assurances ?....

Tout cela mérite réflexion, ouverture d'esprit et climat de confiance entre décideurs politiques, superviseurs et institutions financières. La clé de cette indispensable confiance réside dans l'élaboration et le partage d'une vision commune des enjeux liés à l'évolution des techniques financières, à la modélisation des risques, aux dispositifs à mettre en oeuvre en cas de crise..., tout cela dans un monde de plus en plus globalisé et changeant.

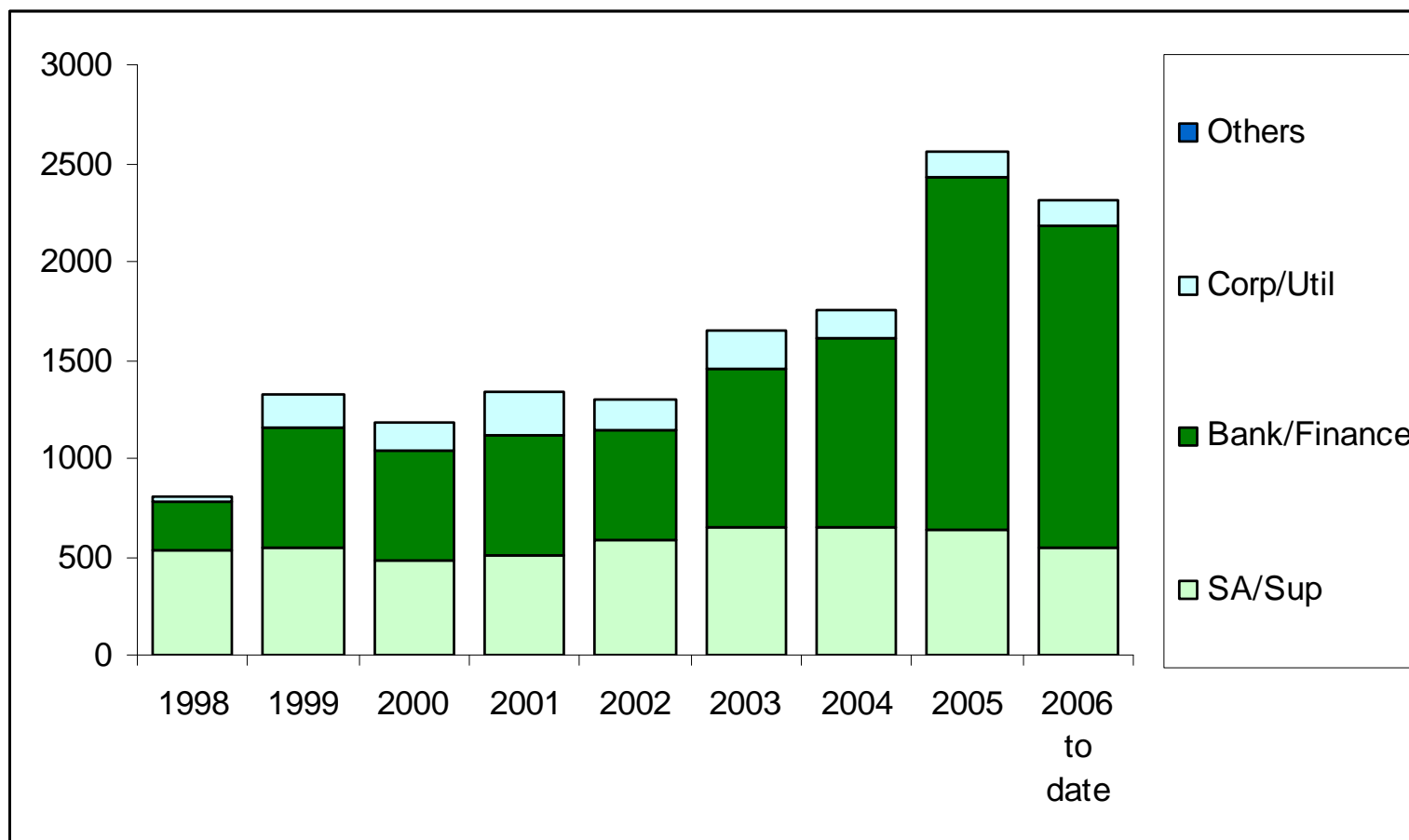
EUROFI avait proposé en juin dernier qu'une mission composée de décideurs publics et de représentants de l'industrie s'engage dans une discussion sans a priori sur ces questions. Je souhaite qu'après une phase de concertation entreprise par les acteurs financiers eux-mêmes en 2007, cette proposition puisse aboutir.

Chart I. EUR issuance 1998-2006ytd (international markets)
(in millions of euros)



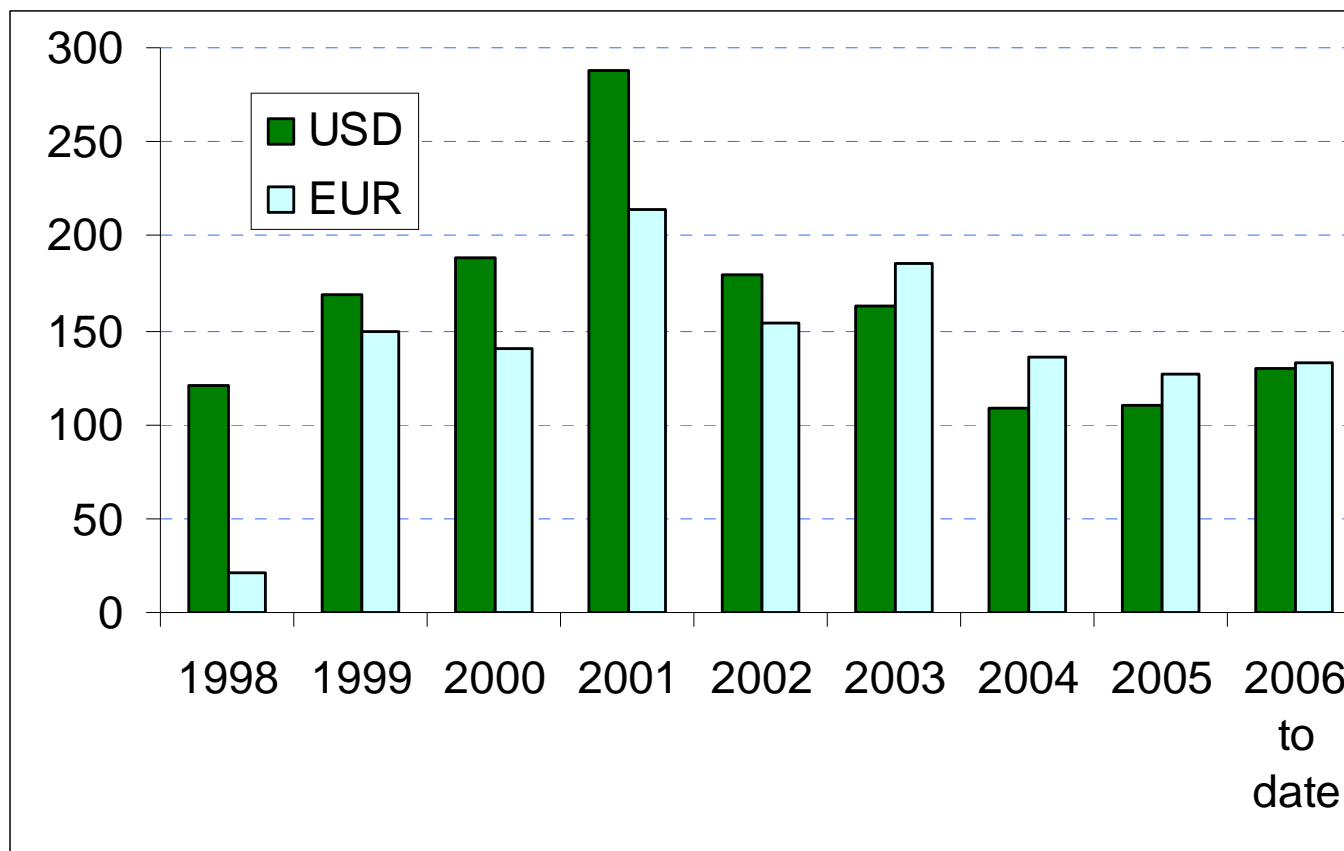
Source : Dealogic Bondware

Chart I. EUR issuance 1998-2006ytd (Domestic + international markets)
(in millions of euros)



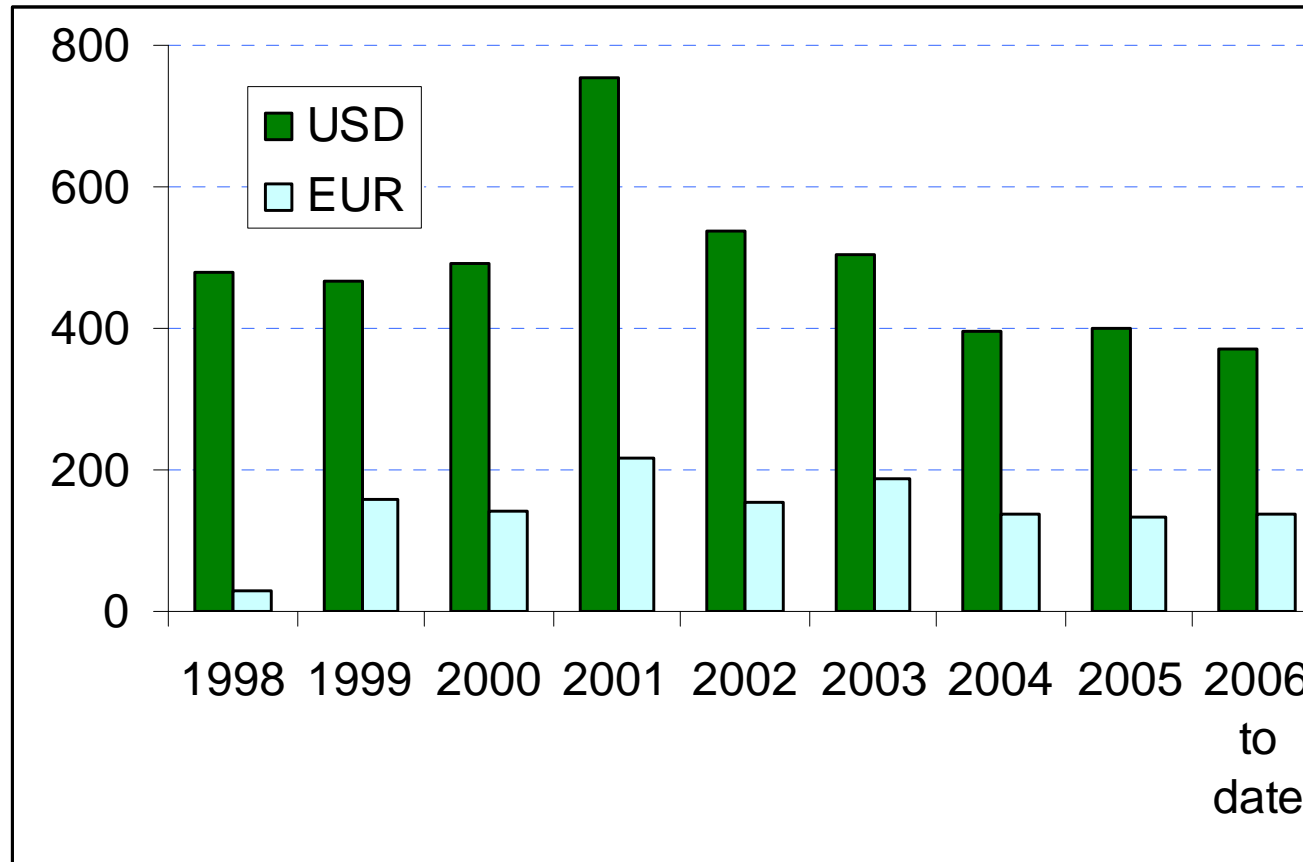
Source : Dealogic Bondware

Chart II. Gross issuances in Billion Euros, EUR-USD, Corporate issuers, Maturity > 2 years- International markets



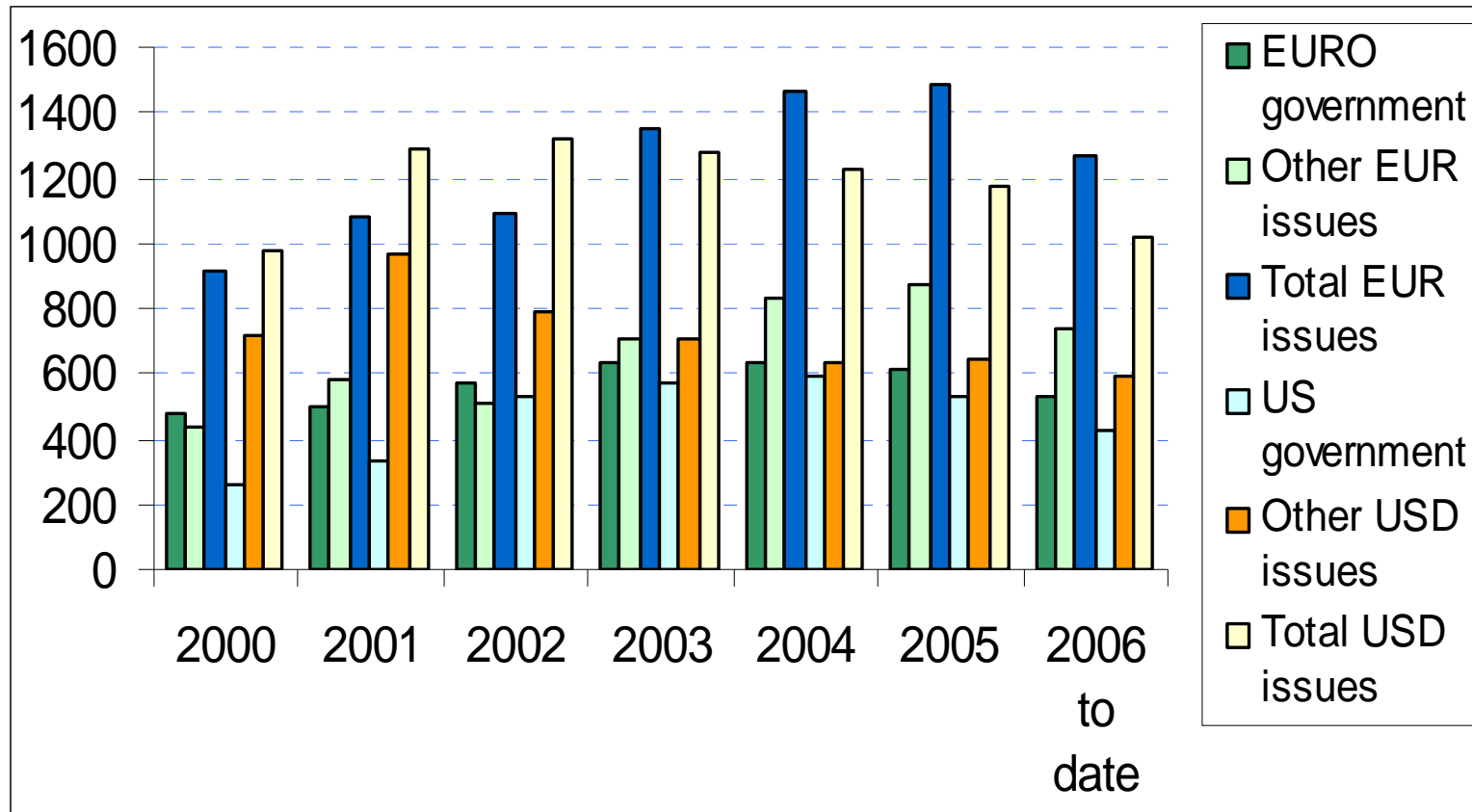
Source : Dealogic Bondware

Chart II. Gross issuances in Billion Euros, EUR-USD, Corporate issuers, Maturity > 2 years- Domestic + International markets



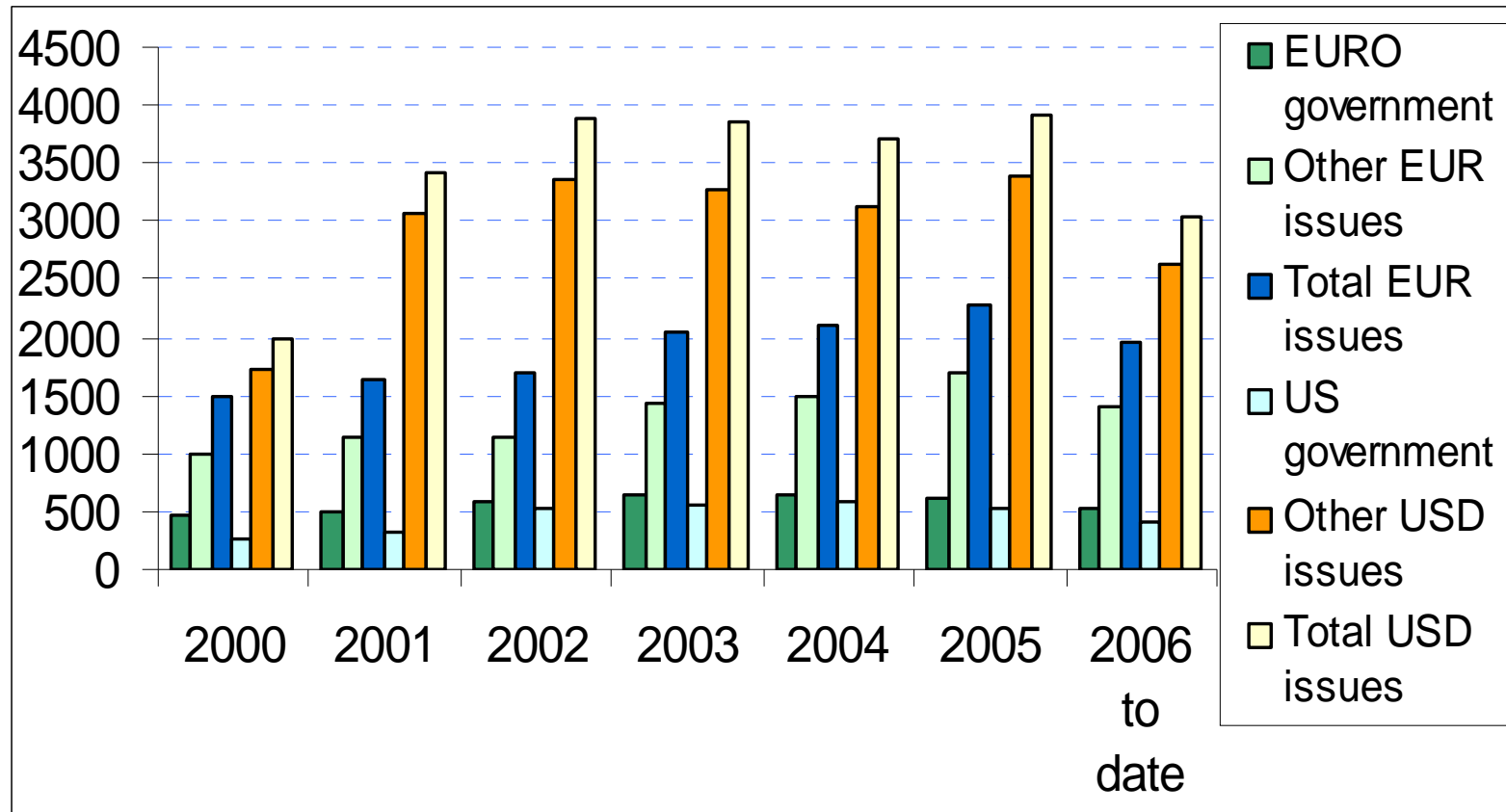
Source : Dealogic Bondware

Chart Iibis : Gross issuances in Billion Euros, EUR – USD, Government and non Government (international only), Maturity > 2 years



Source : Dealogic Bondware, BNP Paribas

Chart Iibis : Gross issuances in Billion Euros, EUR – USD, Government and non Government (International + Domestic markets), Maturity > 2 years



Source : Dealogic Bondware, BNP Paribas

**Table I. GROSS ISSUANCES GOVERNMENT vs non GOVERNMENT INTERNATIONAL,
EUR-USD, Maturities > 2 years**

Source / BNP Paribas, Bondware

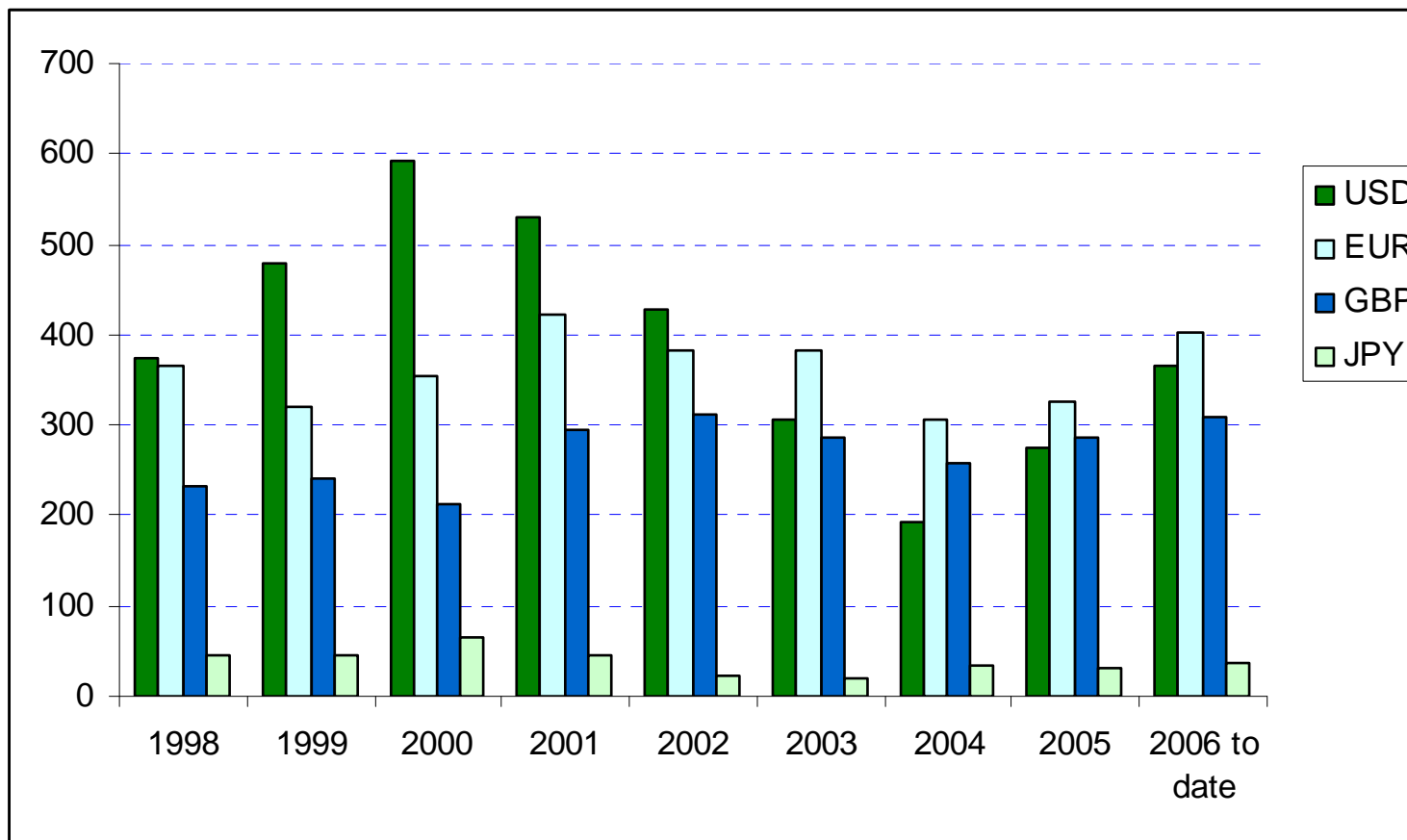
EUR bn	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 to date
EURO government	518.0	528.7	477.2	500.6	573.1	638.5	633.4	612.0	530.0
Other EUR issues	129.5	410.8	433.9	578.7	513.0	708.9	836.2	873.8	737.8
Total EUR issues	647.5	939.5	911.1	1079.3	1086.0	1347.4	1469.6	1485.8	1267.8
US government	377.0	311.4	263.0	328.7	528.8	566.7	591.5	533.0	422.0
Other USD issues	429.8	716.2	716.2	962.3	786.7	708.7	636.3	645.8	596.5
Total USD issues	806.8	1027.6	979.2	1291.0	1315.4	1275.4	1227.7	1178.8	1018.5

**Table I. GROSS ISSUANCES GOVERNMENT vs non GOVERNMENT INTERNATIONAL + DOMESTIC,
EUR-USD, Maturities > 2 years**

Source / BNP Paribas, Bondware

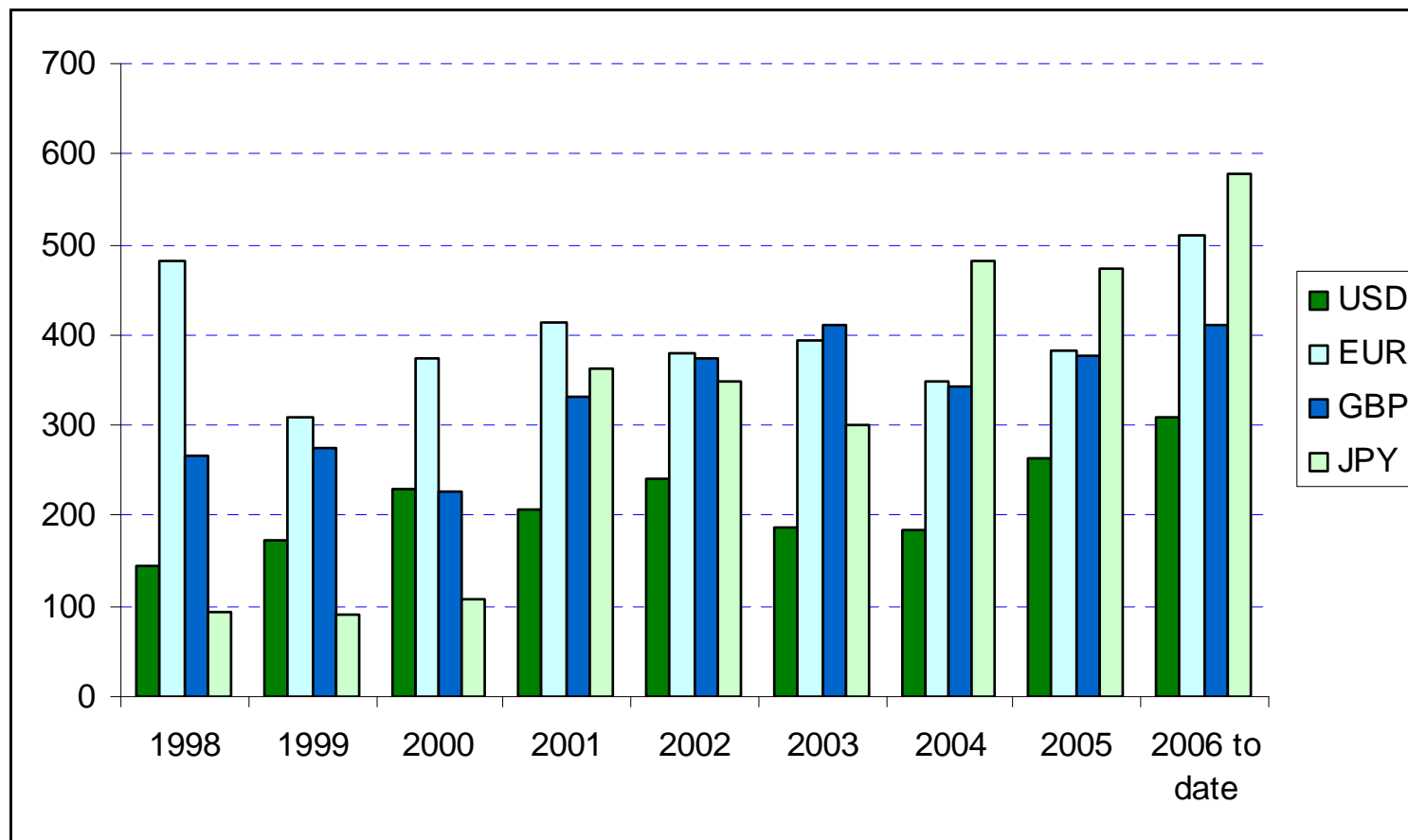
EUR bn	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 to date
EURO government	518.0	528.7	477.2	500.6	573.1	638.5	633.4	612.0	530.0
Other EUR issues	663.8	1102.0	1003.8	1141.5	1130.0	1420.3	1478.8	1680.8	1416.1
Total EUR issues	1181.8	1630.7	1481.0	1642.1	1703.1	2058.8	2112.2	2292.8	1946.1
US government	377.0	311.4	263.0	328.7	528.8	566.7	591.5	533.0	422.0
Other USD issues	1621.2	1667.6	1724.1	3080.4	3357.7	3284.4	3124.0	3380.1	2616.3
Total USD issues	1998.2	1979.0	1987.1	3409.1	3886.5	3851.1	3715.5	3913.1	3038.3

Chart III. Average issue size by currency EUR equi m (international only)



Source : Dealogic Bondware

Chart III. Average issue size by currency EUR equi m (international + Domestic)



Source : Dealogic Bondware

Table III. Market capitalisation worldwide

(Source : BNP Paribas)

Average capitalisation as percentage of world

	World	USA	Euro zone	Japan
2002	100,00	47,5	16,1	10,4
2003	100,00	46,2	16,1	10,5
2004	100,00	43,7	16,4	11,2

Average market capitalisation as a percentage of nominal GDP per country

	World	USA	Euro zone	Japan
2002	67,9	99,4	53,2	57,1
2003	61,8	94,0	44,0	54,5
2004	70,6	105,3	49,9	68,0