

# LES MARCHÉS FINANCIERS FACE À L'UNION MONÉTAIRE

HERVÉ HANNOUN \*

Quel va être l'impact de l'Union monétaire sur les marchés financiers ?

Avant de tenter d'esquisser une réponse à cette interrogation, il est important de noter, à titre de remarque liminaire que, sans attendre le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les marchés financiers sont dès maintenant influencés par l'Union monétaire. C'est ainsi que tous nos taux d'intérêt de marché du franc à trois ans, cinq ans, dix ans et trente ans incorporent déjà un an, trois ans, huit ans et vingt-huit ans d'euro. Les taux de marché à moyen terme sur le Franc aujourd'hui dépendent donc d'ores et déjà de la solidité et de la crédibilité de l'euro.

Dans une première partie, on traitera la question technique *du basculement* des marchés à l'euro au 1<sup>er</sup> janvier 1999. Dans une seconde, on évoquera la question plus stratégique de la *nouvelle donne* qu'occasionnera l'Union monétaire pour les grands marchés financiers européens.

85

## ***Le basculement des marchés à l'euro au début de 1999 : une opération technique dont la préparation est bien engagée***

*Les options choisies pour le passage à l'euro*

*Un scénario de passage en deux temps*

Dans le scénario retenu, l'introduction de la monnaie unique s'opérera en deux temps : opérations de gros dans un premier temps, opérations de détail dans un second temps.

Au début de 1999, sous l'effet de la conduite en euro de la politique monétaire du Système Européen de Banque Centrale (SEBC) et de l'engagement des Etats membres de libeller en euro les nouvelles émissions de dette publique, les marchés basculeront rapidement à l'euro. Ensuite, au début de 2002 au plus tard, lorsque les billets et pièces en euro apparaîtront, et lorsque les Administrations publiques basculeront en euro, toutes les activités dites de « banque de détail » passeront à leur tour à l'euro.

\* *Sous-gouverneur de la Banque de France. Cet article a été rédigé avec le concours de M. Denis Beau, responsable de la salle des Marchés francs et de M. Yves Nachbaur, directeur-adjoint à la direction des Marchés de capitaux.*

Cela signifie qu'entre 1999 et 2002, durant la période de transition, les banques constitueront la frontière entre les deux sphères, l'une travaillant en euro (les marchés) et l'autre utilisant encore les anciennes dénominations nationales (la banque de détail). Dans la mesure où ces deux sphères ne sont pas totalement isolées l'une de l'autre, les banques joueront donc un rôle primordial d'interface, tout en devenant d'entrée l'un des éléments moteurs du passage des marchés à l'euro.

Cette mission d'interface sera assurée par le biais de convertisseurs qui permettront d'accommoder une éventuelle demande en euro émanant des agents non financiers et de bien intégrer les activités de marché fonctionnant en euro — systèmes de cotation, de négociation et de règlement — à une économie qui utilisera forcément encore largement sa dénomination monétaire nationale. Ces convertisseurs seront placés chez les institutions financières.

*Un basculement des marchés dès le début de 1999 pour les flux et plus progressif pour les stocks*

L'objectif retenu par la place de Paris est le basculement à l'euro de l'ensemble des marchés, intégralement et de façon définitive dès le début de 1999, qu'il s'agisse du marché des changes, du marché monétaire, du marché obligataire ou du marché des actions.

Il faut toutefois distinguer deux niveaux, selon que l'on retient une optique en termes de flux de transactions de marché, ou en termes de supports, d'encours ou de stocks. Comme l'illustre le schéma ci-après, dans la première optique il y aura un basculement total et immédiat à l'euro, alors que dans la seconde celui-ci interviendra pour des raisons techniques de façon plus progressive et, dans certains cas, à des rythmes différents.

Tableau 1 : *Basculement des marchés à l'euro*

Marchés	Flux <i>Transactions</i>	Stock <i>Supports</i>
Change	Euro (début 1999) Cotations Négociations	Euro Conversion immédiate à l'euro : des encours de swaps de change, options devise, change à terme
Monétaire	Euro (début 1999) Cotations Négociations	Euro Conversion automatique en euro des TCN en écu Conversion rapide en euro des stocks de TCN en franc et des encours de pensions livrées Nouvelles émissions publiques en euro
Obligataire	Euro (début 1999) Cotations Négociations	Euro/Franc Conversion automatique des stocks obligataires en écu Conversion du stock de la dette publique obligataire au début de la phase 3 Conversion progressive des stocks obligataires privés Nouvelles émissions publiques en euro
Actions	Euro (début 1999) Cotations	Franc Conversion des nominaux à l'euro le 1 <sup>er</sup> janvier 2002

87

### *Impact du basculement à l'euro sur les modalités de fonctionnement des marchés*

#### *Le marché des changes*

Il est acquis que le marché des changes basculera à l'euro dès le 4 janvier 1999. Pratiquement, cela signifie qu'à compter de cette date, les cotations des devises extérieures à la zone euro seront exprimées exclusivement contre euro.

Pour assurer une continuité avec les usages en vigueur sur le marché de l'écu, coté au certain contre toutes devises, y compris le sterling, l'euro pourrait assez naturellement faire également l'objet d'une cotation au certain (euro/devise tierce).

Simultanément, dans les livres des établissements, les stocks de devises appartenant à la zone euro devront être normalement convertis dans la dénomination de la monnaie unique et les règlements relatifs aux opérations sur le marché interbancaire des devises s'effectueront en euro.

Les encours de position de devises tierces contre monnaies *in* détenus par les professionnels (swaps, change à terme, options) seront automa-

tiquement convertis pour tenir compte de la substitution de l'euro à la monnaie nationale.

Le basculement immédiat du marché des changes à l'euro appellera par ailleurs que soient précisées certaines règles de fonctionnement d'ici début 1999, parmi lesquelles on peut citer :

— les modalités d'élaboration de taux de change de référence. La Banque de France publie quotidiennement des cours de change indicatifs du franc contre un certain nombre de devises. Ces cours sont utilisés à des fins d'évaluation dans de nombreuses situations (réglementation fiscale, comptable, prudentielle). Le besoin de cours de référence continuant à exister après 1999 pour l'évaluation des prix des devises tierces en euro, il importe donc de se préoccuper de la manière dont cette demande sera satisfaite ;

— l'harmonisation des dates de valeur : la création d'un marché des changes unifié au niveau de la zone euro milite en faveur de la mise en place d'un calendrier harmonisé des dates de valeur euro ;

— le traitement des stocks de contrats de change à terme et de swaps faisant jouer les devises des pays entrant dans l'Union : dès le 31 décembre 1998, au plus tard, la valeur finale de ces contrats sera connue avec certitude, et par différence entre le cours initialement convenu et le cours de conversion irrévocable retenu, on pourra déterminer une soulte de règlement. Faut-il alors envisager une liquidation par anticipation, ou au contraire une conservation jusqu'à l'échéance initialement convenue ? Tel est le type de questions qui sont actuellement examinées par les Groupes de Place.

#### *Les marchés de taux*

Le passage à l'euro dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999 des cotations sur les marchés de taux ne soulèvera aucune difficulté, puisque ces cotations sont exprimées en taux d'intérêt ou en pourcentage du nominal du titre. Les dénouements espèces liés aux opérations de règlement livraison de titres seront effectués exclusivement en euro dans RGV et Relit.

#### Le marché monétaire

Sur ces bases, le basculement du marché monétaire devrait être rapide, qu'il s'agisse du compartiment interbancaire, de celui des TCN ou de celui de la pension livrée :

— Ce basculement sera favorisé sur le marché interbancaire par le fait que, dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les opérations de politique monétaire seront conduites en euro, les comptes des banques commerciales ouverts sur les livres de la Banque Centrale seront exclusivement tenus en euro et les systèmes de règlement de gros montants fonctionneront en euro. La mise en place du système Target, canal par lequel transiteront toutes

les opérations de politique monétaire, et bon nombre de transferts interbancaires, devrait assurer une parfaite circulation des flux de monnaie centrale et contribuer ainsi à l'efficacité du processus.

— Sur le marché des TCN, la conversion en euro du stock des bons du Trésor sera opérée d'entrée. Le traitement des autres TCN sera facilité techniquement par le fait qu'il s'agit pour l'essentiel de titres à court terme émis ou détenus par des établissements de crédit. Il appartient néanmoins aux acteurs de ces marchés de préciser les modalités techniques de conversion en euro des titres de toutes échéances, notamment pour que ceux-ci puissent être utilisés facilement comme support d'un large marché monétaire de l'euro.

— Le marché de la pension livrée pourrait, certes, fonctionner en euro avec des titres qui resteraient provisoirement libellés en francs. Mais il est indispensable que l'encours des titres supports de pensions livrées soit converti très rapidement au début de 1999 afin que se constitue instantanément un marché monétaire homogène en euro au sein duquel, à raison de leur expertise et de leur expérience, les opérateurs localisés sur Paris pourront jouer un rôle important.

#### Le marché obligataire

Le basculement du marché obligataire pose en revanche des problèmes techniques plus délicats.

L'émission de la dette obligataire de l'Etat en euro dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, et l'engagement du Trésor français de convertir en euro le stock de cette dette le plus rapidement possible produiront à l'évidence un effet de masse très favorable, mais la conversion des autres stocks obligataires pourrait être plus progressive.

En effet, une des difficultés du basculement de cette catégorie de titres réside dans les modalités de conversion des nominaux. En raison de la notion de coupure, la conversion des nominaux pose un problème d'arrondis et de rompus : selon quelles modalités convertir une coupure de 2 000 FF de nominal (cas des OAT) en titre libellé en euro, et quel nominal retenir sachant que le cours de conversion entre le franc et l'euro ne sera probablement pas une valeur entière ? Des réflexions sont ainsi menées sur la création de nominaux unitaires en euro (« poussérisation »), dont la faisabilité technique est en cours de vérification.

Enfin, un problème qui mérite de nouvelles réflexions et qui est commun aux marchés monétaire et obligataire est celui de l'évolution des indices de référence (TMP, TIOP, TMO...) : ces indices survivront-ils au passage à la monnaie unique, faut-il envisager leur « européanisation », pour certains d'entre eux à tout le moins ? La dynamique d'un marché financier unifié milite à l'évidence en faveur d'une harmonisa-

tion de ces références de marché sur les différentes places, sur le compartiment monétaire mais également sur le marché obligataire. Il s'agit là de questions d'intérêt commun, sur lesquelles la conversation entre les places et avec les autorités monétaires doit être encouragée. Ce sujet sera examiné par l'IME, dans le cadre de ses réflexions sur l'harmonisation des standards de marché.

#### Les marchés dérivés de taux d'intérêt

Concernant les marchés dérivés de taux d'intérêt, le passage à la monnaie unique va entraîner l'émergence d'une courbe de taux en euro sur laquelle pourront travailler sans délai les opérateurs. Les places comme celle de Paris devront à cette fin être prêtes pour :

- offrir le plus rapidement possible une gamme complète de produits couvrant les points stratégiques de cette nouvelle courbe de taux ;
- assurer le transfert de la liquidité des contrats libellés dans leur monnaie vers des contrats en euro. On rappellera que 80 % du volume négocié sur le Matif provient de produits de taux dont la totalité est appelée à basculer vers l'euro dès le début de 1999.

C'est dans cet esprit que Matif SA vient de définir, en liaison avec les acteurs de la place, un plan stratégique qui vise à offrir aux intervenants des outils leur permettant de couvrir tous les points de la courbe des taux d'intérêt en euro à l'horizon 1999, et à assurer un développement de la liquidité sur les produits FRF existants en introduisant par exemple un contrat de cinq ans. En outre, Matif SA a pris la décision, pour les échéances des contrats Pibor intervenant après 1999, d'opérer dans un environnement euro et non plus franc pour ce qui concerne le taux de référence.

#### *Le marché des actions*

L'option choisie par la Place est celle d'un basculement simultané de l'ensemble des marchés d'actions (règlement mensuel, comptant, OTC) dès le début de 1999.

A partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, les actions et valeurs assimilées (titres participatifs, obligations convertibles) seront cotées en euro. L'ensemble des chaînes valeurs mobilières des établissements basculeront d'un bloc en euro. La mise en place de convertisseurs chez les intermédiaires assurera jusqu'en 2002 l'interface vis-à-vis de la clientèle titulaire de comptes en francs.

Les opérations sur titres représentent un chantier complexe puisqu'il faudra concilier, d'une part, la cotation et le règlement livraison effectués en euro dès 1999 ; d'autre part, le maintien en francs de la comptabilité des émetteurs qui devront ultérieurement procéder à la conversion du nominal des titres.

C'est pourquoi il conviendra, en vue de limiter le nombre d'opérations de conversion à effectuer par les intermédiaires, d'examiner les conditions juridiques qui permettraient, durant la période 1999-2002, aux sociétés cotées d'exprimer en euro les flux financiers correspondant à leurs émissions de titres ou à leurs paiements de dividendes.

A côté des opérations clientèle qui continueront le plus souvent de se traiter transitoirement en monnaie nationale, surtout lorsqu'il s'agira d'actions, il est clair que les transactions de gré à gré traitées sur les marchés entre professionnels passeront sans difficulté particulière à l'euro. C'est le propre des marchés de toujours s'adapter rapidement. L'état des travaux en cours témoigne de cette volonté des acteurs d'être prêts à temps, mais dans la mutation en cours, la définition du cadre juridique pour l'utilisation de l'euro joue également un rôle important. A cet égard, les options retenues par les projets de règlements européens sur le statut de l'euro apportent aux opérateurs de marché un cadre juridique clair qui facilitera la transition.

### ***Les marchés financiers européens face à l'Union monétaire : la nouvelle donne***

La perspective du basculement des marchés financiers à l'euro au début de 1999 appelle une réponse technique appropriée qui fixera les règles du jeu mais l'important, dans ce cadre bien défini, sera la réponse stratégique des acteurs et des institutions concernés. Dans un environnement qui deviendra plus compétitif, la Place de Paris devrait pouvoir se mettre en évidence en s'appuyant sur les atouts importants dont elle dispose.

91

#### *Les changements attendus dans l'univers concurrentiel des marchés financiers européens*

*Sur la partie courte de la courbe, les taux d'intérêt seront identiques dans la zone monétaire*

Dans la mesure où la participation à l'Union monétaire s'appuiera sur une convergence des situations macroéconomiques, une fixation irrévocable des taux de change, une politique monétaire unique et une cohérence des politiques budgétaires dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance, les principaux facteurs macroéconomiques qui influencent la valeur des actifs financiers devraient avoir tendance à s'homogénéiser.

La substituabilité des actifs financiers appartenant à une même catégorie au sein de la zone de l'euro devrait en être renforcée, même si leurs émetteurs auront toujours des nationalités différentes. L'impact le plus important de ce phénomène sera sans doute sur les dépôts interbancaires dont la rémunération par des banques de qualité comparable sera

logiquement identique, quelle que soit leur implantation géographique, du fait de l'unicité de la politique monétaire au sein de la zone d'Union monétaire. Dès lors, les autres catégories de titres courts, dont le prix est généralement fixé par référence aux taux interbancaires devraient également s'inscrire sur des courbes de taux homogènes. En effet, on observe que les prix des BTF par exemple, pour prendre le cas français, sont fixés par référence aux anticipations sur les taux interbancaires à travers des mécanismes d'arbitrage qui lient ces derniers aux produits dérivés qui leur sont associés — futures, swaps de taux d'intérêt —.

*Sur la partie plus longue de la courbe des taux, on ne peut exclure la rémanence d'une hiérarchie des rendements entre les marchés des titres d'Etat de la zone euro*

L'entrée dans l'Union monétaire est un facteur puissant favorisant l'homogénéité des taux de rendement des titres obligataires émis par les Etats des pays participants

Traditionnellement, on distingue deux facteurs explicatifs essentiels aux différences de taux de rendement qui peuvent s'établir entre les titres émis par les Etats : une prime de signature et une prime de change. La perspective d'une participation à l'Union monétaire, dans la mesure où elle s'appuie sur une convergence des situations macroéconomiques et une fixation irrévocable des taux de change entre pays entrant dans l'Union, devrait théoriquement contribuer à réduire fortement, sinon annuler ces primes.

#### - Impact théorique sur la prime de signature

Les opérateurs établissent une distinction entre la qualité de la signature de deux émetteurs souverains s'ils estiment que le risque de défaut n'est pas le même. Ce dernier étant directement lié à la capacité à faire face au service de la dette, l'appréhension du risque de signature d'un Etat s'appuie naturellement sur une estimation de la qualité et de la solidité de sa situation financière. A cette fin, les critères généralement utilisés, notamment par les grandes agences de notation, portent sur les principaux aspects de la situation économique du pays (taux de croissance, d'inflation, état de la balance des paiements, du solde budgétaire, importance de l'endettement public...).

Compte tenu de ces éléments d'appréciation, les pays qui participeront à l'Union monétaire devraient théoriquement bénéficier d'une estimation comparable de leur risque de signature. En effet, l'entrée dans l'Union monétaire suppose, d'une part, le strict respect des critères de convergence et, d'autre part, devrait s'accompagner du respect d'un pacte de stabilité de nature à apporter une garantie sérieuse sur la pérennité de la convergence de la situation macroéconomique des pays participant à l'Union monétaire.



On peut sur ce plan observer que les pays dont la situation économique est la plus comparable et auxquels les opérateurs financiers attribuent la probabilité la plus forte d'entrée en Union monétaire dès 1999 bénéficient actuellement d'une notation proche de la part des grandes agences internationales.

- Impact théorique sur la prime de change

Lorsqu'un intervenant perçoit un risque de change sur un marché étranger sur lequel il a l'intention d'investir, il demande un supplément de rémunération avant de mettre en œuvre sa stratégie afin que la perte potentielle de change à laquelle il pourrait faire face soit compensée par ce supplément de rendement.

Au 1<sup>er</sup> janvier 1999, le risque de change entre les différentes monnaies des pays intégrant la phase 3 disparaîtra. Le différentiel de rendement entre les titres d'Etat de chacun de ces pays, consécutif au risque d'une variation des taux de change qui lient leur monnaie devrait donc naturellement s'annuler.

- L'euro ayant vocation à être une monnaie aussi solide et crédible que les meilleures monnaies appartenant aujourd'hui au mécanisme de change européen, il exercera une forte attraction de l'épargne provenant de pays extérieurs à la zone euro. On peut en attendre à terme l'émergence d'un très large marché liquide de titres d'Etat européens aux caractéristiques relativement homogènes et constituant une alternative aux placements en dollars. Il y a là un autre facteur poussant à l'homogénéité des taux de rendement des titres obligataires émis par les Etats appartenant à la zone euro.

93

Cette homogénéité pourrait être partiellement contrariée par un ensemble de facteurs économiques et techniques qui pourraient conduire à la rémanence de certains écarts de rendement

Les considérations théoriques ci-dessus conduisent logiquement à conclure qu'il n'y a pas de raison fondamentale pour que les taux de rendement des titres obligataires émis par les Etats participant à l'Union divergent une fois celle-ci réalisée. Toutefois, on peut observer que cette prévision est loin de faire l'objet d'un consensus parmi les analystes. Un courant important de recherches est en cours chez les grands opérateurs financiers pour estimer les écarts de rendement qui devraient prévaloir entre titres d'Etat en euro ainsi que leurs déterminants. Trois types principaux de facteurs pourraient en effet contribuer à assurer la persistance d'écarts de rendement résiduels.

- Le comportement des investisseurs face à la zone monétaire nouvellement créée

La fixation irrévocable des parités entre les monnaies des pays participant à l'Union monétaire et les contraintes de convergences qui s'imposeront aux économies vont faire disparaître une source importante de segmentation des marchés avec un double impact sur les flux de capitaux investis sur les marchés de taux :

- une réallocation au sein de la zone monétaire de l'épargne globale placée sur des produits de taux ;
- probablement une part plus forte de cette épargne investie sur des marchés de taux en dehors de la zone de l'euro.

Ces possibles réallocations de portefeuille sont liées au fait que :

- le « menu d'actifs » qui sera offert par les pays participant à l'Union monétaire sera moins complet et donc moins attractif une fois que l'Union monétaire aura eu lieu puisqu'une source de valorisation possible des actifs émis par les pays de cette zone — la variation des taux de change entre leurs monnaies — aura disparu ;
- la corrélation entre l'évolution des prix des produits de taux des pays participant à l'euro va s'accroître, ce qui va les rendre moins attractifs pour les gestionnaires de portefeuilles internationaux utilisant les stratégies modernes de gestion fondées sur la recherche de la diversification pour optimiser le couple rendement./risque ;
- la disparition du risque de change, en éliminant une source importante de risque au placement sur les marchés étrangers partie à la zone euro et l'homogénéisation des facteurs susceptibles de faire varier les prix de produits de taux d'intérêt libellés dans deux monnaies participant à l'Union monétaire, vont inciter les gestionnaires qui n'étaient jusqu'à présent investis que sur leur marché national à s'internationaliser en se portant sur d'autres marchés géographiques de la zone euro.

Cette restructuration des portefeuilles de produits de taux pourrait jouer dans le sens d'un maintien d'écarts de rendements entre les différents titres d'Etat participant à l'Union monétaire. En effet, les marchés obligataires constitutifs de la zone euro apparaissant comme globalement substituables entre eux dès lors que l'Union monétaire apparaît viable, il y a un risque que la réallocation des flux d'investissement transnationaux se fasse au bénéfice du ou des marchés qui présentent les caractéristiques techniques les plus attrayantes. Compte tenu des différences importantes qui existent de ce point de vue entre les marchés de la zone, ceci introduirait, toutes choses égales par ailleurs, des différences de rendements entre les titres d'Etat.

On ne peut toutefois pas écarter l'hypothèse que de grands investisseurs institutionnels de la zone euro dont les contraintes de gestion (par exemple le principe de congruence pour les compagnies d'assurances)

limitent actuellement la capacité à acheter des titres qui ne sont pas libellés en monnaie nationale, négligent les différences techniques entre segments nationaux de marchés de la zone euro et développent leurs placements sur des titres qui présenteraient une prime, contribuant ainsi à faire converger les rendements au sein de la zone.

- Les conditions de mise en œuvre des politiques budgétaires

En raison de l'absence de solidarité financière entre les Etats membres prévue par l'article du Traité de Maastricht, les investisseurs, dans la définition et la mise en œuvre de leur stratégie de portefeuille, seront toujours aussi sensibles aux politiques budgétaires, même si celles-ci ne peuvent s'éloigner substantiellement et longtemps de la discipline définie par le pacte de stabilité.

Dans ces conditions, le moindre infléchissement d'une politique budgétaire dans un sens jugé laxiste par les intervenants serait sanctionné par un élargissement de l'écart de rendement entre les titres de cet Etat et ceux des autres Etats participants.

- Des éléments techniques

Certains éléments d'ordre technique caractérisant les différents marchés obligataires nationaux non encore harmonisés à l'entrée de la phase 3 contribueront également à maintenir des écarts de rendement entre les différents titres d'Etat.

Ces derniers découleront en premier lieu de différences de liquidité entre les dettes publiques liées à des politiques d'émission différentes des Etats, un développement inégal du marché de la pension livrée, ainsi que l'existence ou non d'un large marché d'obligations démembrées, permettant aux investisseurs de prendre des positions très sensibles.

Ils résulteront également de régimes fiscaux et de contraintes réglementaires différentes pesant sur les intermédiaires et les investisseurs.

L'existence d'écarts non négligeables de taux entre les différents marchés obligataires risque d'avoir des conséquences importantes sur les références de marché et sur les techniques de fixation des prix des actifs financiers

Celles-ci s'appuient systématiquement sur la courbe de taux sans risque. Quelle sera-t-elle dans la zone euro ? Sera-t-elle constituée des taux les plus bas sur les différentes parties de la courbe, ce qui serait peu homogène ? Sera-t-elle constituée de la moyenne des taux des titres d'Etat obligataires ? L'absence d'une courbe incontestable de benchmark pourrait provoquer des usages différents au sein du marché.

Cette observation pourrait inciter les intervenants à considérer dès

lors la courbe de swaps de taux comme la courbe de référence, d'autant plus que ce marché est très large et que les conditions techniques y sont homogènes. On constate en effet que le processus de convergence qui a affecté les titres d'Etat a été encore plus accentué sur le marché des swaps de taux. Celui-ci se poursuivant avec l'entrée en phase 3, on peut donc considérer qu'au sein de la zone euro, cette courbe de taux tirée des swaps pourrait être plus homogène que celle des titres d'Etat, incitant les opérateurs à la prendre comme référence dans leurs outils de « pricing ». Ceux-ci — qui jusqu'à présent utilisaient la courbe de taux sans risque — devraient alors intégrer une nouvelle référence de nature radicalement différente.

Afin de créer les meilleures conditions pour que les écarts de rendements soient aussi faibles que possibles, certaines mesures peuvent être envisagées

— Rapprocher les caractéristiques des stratégies d'émission : les différences de comportement dans ce domaine (étendue de la gamme de titres offerts, ampleur du recours à l'assimilation, degré de standardisation des dates de paiement des coupons, organisation du calendrier d'émission) conduisent à l'apparition de primes de liquidité qui diffèrent d'un pays à l'autre pour un même segment de la courbe des taux. Ainsi, par exemple, les différences de taux de rendement entre les titres à deux ans français et allemands sont amplifiées par la moindre liquidité du titre allemand par rapport à son équivalent français. On observera sur ce point que la Suède a déjà engagé un effort de standardisation en calant la date de tombée de coupon de sa dernière émission de dix ans sur la date de coupon de la ligne dix ans OAT la plus liquide (25 octobre 2006).

— Rapprocher les techniques d'émission et d'animation du marché secondaire : Dans ce domaine, également, des différences dans les techniques utilisées peuvent contribuer à créer des écarts de rendement entre des titres de caractéristiques comparables. Un phénomène de ce type est ainsi très certainement à l'œuvre pour les titres français et allemands. En effet, la technique d'adjudication utilisée par la Bundesbank (une combinaison de syndication d'enchère compétitive et d'émission au robinet) et sa présence sur le marché secondaire, s'opposent aux procédures essentiellement concurrentielles des émissions du Trésor français (adjudications à l'américaine) et à l'intervention marginale de celui-ci sur le marché secondaire.

— Harmoniser les dispositions fiscales : De ce point de vue, la priorité devrait sans doute être donnée au rapprochement des dispositions fiscales qui s'appliquent aux revenus et aux plus-values sur les titres obligataires. Comme le montre l'exemple des titres municipaux aux

Etats-Unis, où des dispositions fiscales favorables conduisent à des taux de rendement de ces titres inférieurs à ceux des titres émis par l'Etat fédéral, les considérations fiscales exercent une influence significative sur les rendements offerts sur les marchés. Il conviendrait aussi d'harmoniser les techniques de recouvrement des impôts sur les titres obligataires en privilégiant la retenue à la source.

*Les atouts de la place de Paris dans la nouvelle donne liée à l'Union monétaire*

Face à cette nouvelle dynamique concurrentielle des marchés financiers, la place de Paris et ses acteurs disposent d'atouts importants qui doivent leur permettre de saisir les opportunités qu'offre l'Union monétaire en termes de développement des activités.

*Une gamme de services financiers et de produits très étendue et performante*

La place de Paris offre un ensemble de services financiers et de produits qui la situe en bonne place dans la compétition internationale :

— des marchés réglementés (SBF-Bourse de Paris, Matif) parmi les tout premiers au monde. Ainsi le Matif est aujourd'hui le deuxième marché d'Europe pour les produits dérivés. Le marché français des actions connaît un essor important depuis quelques années et bénéficie de l'intérêt des investisseurs étrangers qui détiennent environ un tiers de la capitalisation boursière ;

— des marchés de gré à gré sophistiqués et actifs notamment dans le domaine des produits dérivés. Ainsi, d'après l'enquête réalisée par la Banque de France en avril 1995 dans le cadre d'un exercice coordonné mené sur vingt-six centres financiers sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux, les marchés dérivés français se situent au quatrième rang avec 6,4 % de l'activité mondiale. L'internationalisation des transactions est très forte, 76 % des opérations ayant des contreparties non résidentes pour les produits de change et 47 % pour les dérivés de taux d'intérêt ;

— un marché monétaire ouvert aux sociétés industrielles et commerciales au travers des émissions de titres de créances négociables, attractif et qui s'appuie sur des contrats de pension livrés très performants. Ce compartiment du marché en particulier a connu depuis quelques années un essor considérable. Le volume des prêts des principaux opérateurs effectués sous forme de pension livrée a été multiplié par douze entre les derniers trimestres de 1991 et de 1994, puis a encore doublé entre fin 1994 et fin 1995. Ainsi, alors qu'elles ne représentaient que 3 % des prêts des principaux opérateurs sur le marché interbancaire en 1991, les opérations sous forme de pension livrée en constituaient 37 % en 1995. La Banque de France a beaucoup œuvré pour cet essor. Elle a ainsi

contribué à combler le vide juridique qui existait en la matière en étant à l'initiative d'une convention de place, en septembre 1988, remplacée par une deuxième convention complétée par un contrat-type en juillet 1990. En outre elle a, à cette même date, adopté la pension livrée contre bons du Trésor pour ses appels d'offres. Cette impulsion a été relayée en 1994 et 1995 par une loi définissant précisément la notion de pension livrée et levant les incertitudes qui subsistaient sur le traitement juridique et fiscal de cet instrument, ainsi que par la création d'un cercle de teneurs de marché, les Spécialistes en Pensions sur les Valeurs du Trésor (SPVT), à l'initiative du Trésor ;

— un marché obligataire important animé tant par les émetteurs publics que privés. L'encours global du marché obligataire français s'établissait à environ 1 011 milliards de dollars à la fin de 1995, soit 16 % du total mondial. Le marché obligataire français est ainsi le quatrième marché du monde, après les marchés américain, japonais et allemand ;

— des systèmes de règlement-livraison rapides et fiables. Au cours de l'année 1997, la place de Paris, dans le cadre du programme de prévention des risques, se dotera d'un système de règlement brut en temps réel (TBF : système Transferts Banque de France) qui permettra d'obtenir l'irrévocabilité des règlements de gros montant en cours de journée. Parallèlement, le système de règlement-livraison de titres va s'unifier et fonctionnera en valeur jour dans le cadre du projet Relit Grande Vitesse (RGV).

98

*Un marché de la dette publique très attractif et qui sera une référence au sein de la zone euro*

Le marché français des titres d'Etat est certainement l'un des premiers atouts dont la place de Paris dispose dans la perspective de l'euro. Structuré autour d'un système de teneurs de marché, les SVT, et disposant d'un gisement très important sur l'ensemble de la courbe des taux, il fait partie des marchés obligataires les plus sophistiqués et efficaces. Il tire partie :

— de la politique d'émission du Trésor, qui offre aujourd'hui trois caractéristiques déterminantes : la simplicité des produits émis, la liquidité (assurée grâce au large recours à la pratique de l'assimilation, à la régularité des émissions, à l'existence d'un groupe d'opérateurs spécialisés dans les transactions sur valeurs du Trésor) et la transparence qui repose sur des procédures organisées et ouvertes à tous les investisseurs ;

— de la qualité de signature de l'Etat français ;

— du développement d'un marché à terme et optionnel (le Matif) qui se place dans les tout premiers rangs mondiaux.

Dans un marché de la dette publique en euro qui devrait être caracté-

risé par des écarts de rendement d'ampleur modeste entre les titres des différents émetteurs souverains, ces caractéristiques du marché de la dette française devraient constituer des arguments très forts pour attirer les investisseurs sur les titres d'Etat français et générer par là même des flux d'affaires importants sur l'ensemble des produits qui leur sont liés, qu'il s'agisse de produits dérivés ou des capitaux de titres obligataires dits « à marge ».

En guise de conclusion, le basculement à l'euro va donc amener un changement significatif de l'univers concurrentiel des marchés financiers. Mais il n'entraînera pas nécessairement un bouleversement dès lors que les places financières auront su préparer la transition. Le SEBC, au travers d'une organisation multipolaire de ses opérations, assurera une égalité de traitement des différentes places financières.

Un facteur déterminant de différenciation reposera désormais sur les compétences et l'expertise des équipes des salles de marché. A cet égard, la place de Paris dispose de tous les atouts nécessaires pour espérer bénéficier de la nouvelle donne que va entraîner l'Union monétaire.