

LA CITY DE LONDRES FACE À L'EURO

CHRISTOPHER JOHNSON *

« **L**a City s'accommodera aussi bien de l'exclusion que de l'insertion de la livre dans une monnaie unique européenne. » Ce fut la conclusion de mon dernier rapport au sujet de la City (« La City de Londres : première place mondiale menacée, REF, n° 36, été 1996, pp. 321-325). La City semblait alors faire fi de la monnaie unique. Les esprits ont énormément évolué depuis.

Les marchés financiers de la City, comme ceux du continent, se sont convaincus que l'euro débutera le 1^{er} janvier 1999. Compte tenu de la chute des taux obligataires, des pays comme l'Espagne et l'Italie atteindront sans doute les critères de convergence à temps, ou peu après. Dans ces conditions, la Grande-Bretagne se trouvera isolée aux portes de l'Europe, et ne sera pas le chef de file d'un important groupe de pays « out ». Il ne s'agit plus d'un débat théorique éloigné des réalités des marchés, mais d'une échéance courte qui approche à une vitesse déroutante.

103

Le sentiment de la plupart des gens de la City a toujours été plutôt défavorable à la monnaie unique et à la réglementation monétaire qui l'encadrerait. En revanche, une majorité des sociétés industrielles y sont plutôt favorables, quoiqu'avec des réserves en ce qui concerne le choix de la date et des conditions d'adhésion. La City a tendance à bouder l'Europe parce qu'elle se voit dans le rôle de première place financière mondiale et que le destin historique et les perspectives bénéficiaires incitent à se projeter plutôt vers les Etats-Unis, l'Extrême-Orient et les pays émergents.

L'attraction de l'Europe pour la City a fortement cru grâce à la menace d'en être exclue. Les banques se focalisent sur le système de règlements « Target », dont elles croyaient avoir accès tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'euro. Désormais, il semble que le contentieux qui entoure Target n'est pas prêt de se résoudre, et devra sans doute attendre l'établissement de la Banque centrale européenne (BCF), mi-1998, pour sa résolution définitive. Target est devenu quasiment une pierre de touche de l'intégrité du grand marché financier européen où, selon les Britanniques, il ne devrait pas y avoir de discrimination quelconque en faveur de la zone euro.

* Conseiller au Royaume-Uni, Association pour l'Union monétaire européenne.

Si la City reste sceptique à l'égard des mérites de l'euro, elle reproche tout de même au gouvernement de différer sa décision sur l'adhésion pour après les élections législatives prévues en mai 1997, ce qui ne laissera pas assez de temps pour que les marchés financiers s'adaptent au basculement de la livre à l'euro le cas échéant. Les marchés répugnent à l'incertitude même s'ils savent en profiter.

La City essaie de se couvrir en se persuadant qu'elle utilisera l'euro de toute façon, ou comme devise étrangère, ou bien comme monnaie domestique. Dans les deux cas, l'euro deviendrait la monnaie de choix, à côté du dollar, pour la finance « de gros », s'agissant des échanges commerciaux avec les pays de l'Union européenne ou des marchés bancaires et financiers européens.

Les préparatifs nécessaires divergent forcément selon l'hypothèse choisie. Dans des systèmes communs liant des réseaux de marché, il faut trancher sur la question de monnaie nationale ou étrangère. La City est en train d'établir un système de règlement dans la journée pour les transactions haute valeur en euro qui soit parallèle au système « Chaps » pour les transactions en sterling. Si la livre adhérerait à l'euro, il faudrait tout revoir et fusionner les deux systèmes. Pour l'instant, la City a préféré miser sur une adhésion différée à l'euro et pratiquer une opération à deux temps, qui pourrait en fin de compte coûter plus cher.

La problématique de la période transitoire se pose pour les banques anglaises comme pour leurs concurrents : comment basculer à l'euro pour les transactions « de gros », en continuant à utiliser la monnaie nationale, dans les agences, pour les transactions « de détail » ? Les banques seraient obligées de se scinder en deux, avec une aile euro et une aile sterling, au moins jusqu'à l'introduction des pièces et billets euro en 2002, voire de façon permanente si le pays refuse d'adhérer à l'euro.

Les banques pensaient auparavant qu'un basculement « big bang » réduirait les coûts de l'opération, mais elles penchent maintenant pour une série de « petits bangs », c'est-à-dire un échelonnement sur 1999-2002, afin de se donner le temps des conversions informatiques. La problématique des conversions de logiciel vient compliquer la planification de l'euro, car on ne voit pas la possibilité de combiner les deux opérations.

La Banque d'Angleterre a un rôle difficile « à jouer ». Ni le gouvernement actuel, ni le parti travailliste n'est prêt à lui octroyer son indépendance, comme prévu par le Traité de Maastricht. Il découle qu'elle ne peut pas prendre position sur la question capitale de l'adhésion à l'euro. Le gouverneur, M. Eddie George, ne manque jamais de répéter ses réserves à l'égard de la monnaie unique, mais il s'engage tout de même à garantir que la City sera prête dans le cas d'une décision politique en

1997. Autrement, la Grande-Bretagne ne pourrait exercer son option pour l'adhésion à cause d'entraves d'ordre technique qui auraient pu être évitées avec un peu de prévoyance.

C'est dans cette optique que la Banque d'Angleterre a publié en septembre le deuxième numéro d'une revue trimestrielle s'intitulant *Practical Issues arising from the Introduction of the Euro* et qui rentre dans le détail des problématiques à affronter pour chacun des marchés de la City. Le ton en est donné par le sous-titre *581 - business days to go before January 1999* (581 jours ouvrables d'ici janvier 1999). Le compte à rebours commence.

La British Bankers Association (BBA) a publié, en même temps, le rapport d'un groupe de travail, *Preparing for EMU*, présidé par M. Malcolm Levitt, le conseiller Union européenne de Barclay's Bank, qui reprend les mêmes thèmes. Ce rapport est réalisé avec l'Association for Payment Clearing Services (APACS) et la London Investment Banking Association (LIBA), les deux autres groupements professionnels qui sont concernés par les changements éventuels.

La City entend profiter de la situation en saisissant la plus grande part possible des marchés libellés en euro, même si elle doit le faire depuis une situation « offshore ». Le marché de l'eurodollar put faire ses débuts depuis la City il y a quarante ans en profitant de son statut « offshore » vis-à-vis de New York. Pourquoi pas le marché de « l'euro-euro », ou du « xéno-euro », pour utiliser l'expression à la mode ? Les banques « offshore » profitent d'une réglementation moins onéreuse que leurs consœurs « onshore », qui doivent établir des filiales ou des agences « offshore » pour bénéficier de conditions de concurrence plus souples. C'est un scénario classique qui ouvre des perspectives à une City restant à l'extérieur de la zone euro.

105

La France et l'Allemagne s'opposent naturellement à une telle évolution. Même si l'on admet le principe de la non-discrimination, il semble illogique que les pays se trouvant à l'intérieur de l'euro aient un statut plus favorable que ceux restant à l'extérieur. Paris et Francfort espèrent gagner des parts de marché dans la nouvelle Europe financière, et ne se résignent pas à une concentration accrue des affaires à Londres. La City n'a pas tort de redouter les mesures que les gouvernements de la zone euro pourraient prendre, en toute légitimité, pour se protéger d'une concurrence « déloyale ».

La Bundesbank, parlant sans doute au nom de la future BCE, se plaint de la perte de contrôle monétaire qui serait entraînée par les opérations en euro à Londres ou ailleurs hors de la zone euro. La Banque d'Angleterre objecte que ces craintes sont exagérées, et qu'il vaut mieux se concentrer sur les taux d'intérêt à court terme, voire le taux d'inflation plutôt que sur la masse monétaire et les réserves obligatoires à la BCE.

Tant que la Grande-Bretagne reste en lice pour l'adhésion éventuelle en 1999, le débat au sein de l'Institut monétaire européenne sera orienté vers une plus grande souplesse des instruments de contrôle monétaire. Si la Bundesbank l'emporte en imposant un régime strict sur ses partenaires, la City se sentirait défavorisée, et menacerait de faire une concurrence efficace à l'extérieur de la zone euro sous un régime de contrôle plus libéral.

La City et l'euro ont besoin l'un de l'autre. Sans l'entrée à part entière de la City, l'euro risquerait de voir son rôle limité à celui de monnaie intérieure du continent européen, et de ne pas gagner le statut espéré de monnaie mondiale, avec tous les atouts qui y sont associés. Si la City se mettait à promouvoir l'euro, non seulement en tant que devise parmi d'autres, mais en tant que monnaie à la fois européenne et globale, tous les pays de la zone euro en tireraient parti. La conjonction de la City et des autres places financières du continent ne serait pas un jeu à somme nul, mais une source de bénéfices très positifs.

Si on passe en revue les marchés de la City, il est évident que chacun sera profondément transformé par l'euro, mais d'une manière encore difficile à cerner. Qui aurait prévu les effets du « big bang » à la bourse de Londres en 1986, en particulier la prise de contrôle de la plupart des agents de change par des grandes banques étrangères ? Cette fois encore, le rôle des 500 banques étrangères à la City sera crucial. Auront-elles tendance à déménager vers le continent si la Grande-Bretagne n'adhère pas à l'euro ? Ou resteront-elles dans la City en raison des attraits qu'offre la première place financière du monde et cela quelle que soit l'hypothèse retenue ?

Dans chaque marché, l'incertitude est accrue par le principe « aucun frein, aucune obligation » à l'égard de la date, de la manière et de la vitesse de transition vers l'euro. On laisse le choix au marché, quitte à accepter une période quelque peu chaotique. Même s'il est convenu qu'une transition rapide favorisera la concurrence, les participants de chaque marché n'ont pas toujours les ressources de la pratiquer. Les petites et moyennes entreprises de la City risquent d'être devancées par les grandes institutions d'envergure mondiale. Les difficultés actuelles du nouveau système de règlement « Crest » à la bourse, suite à l'abandon du système Taurus, sont de mauvais augure pour les autres remaniements d'infrastructure qui s'imposent en fonction de l'introduction de l'euro.

L'ampleur du chiffre d'affaires et la diversité des participants des marchés de la City sont à la fois un atout et un inconvénient. L'atout, c'est la liquidité et la finesse des marges ; l'inconvénient, c'est la complexité de l'infrastructure des règlements et la difficulté de la changer sans entraver le fonctionnement quotidien du marché.

Le marché bancaire de l'euro se développera certainement à Londres, mais cela dépend de l'accès au système Target. Si la Grande-Bretagne reste en dehors de l'euro, les opérations monétaires de la BCE seront sans doute exécutées sur les marchés monétaires des capitales de la zone euro ; mais on imagine mal comment les banques de Londres ne pourraient négocier entre elles en euro.

Pour ce qui est du marché des crédits bancaires, l'introduction de l'euro aplanira les divergences de taux d'intérêt provoquées par le risque de taux de change. Les banques se feront une concurrence acharnée dans le cadre d'un grand marché bancaire avec une gamme de prix (c'est-à-dire de taux d'intérêt) en fonction du seul risque emprunteur. Les grandes sociétés multinationales bénéficieront de coûts réduits et les banques les moins efficaces seront contraintes de fusionner. Mais si les grandes banques anglaises, qui sont parmi les plus efficaces, continuent à offrir des crédits sterling à taux plus élevés que ceux de l'euro, elles rateront une occasion d'accroître leurs parts de marché en Europe.

Le marché des devises de Londres, qui détient 30 % du chiffre d'affaires mondiale, est plus confiant qu'on pourrait le croire. Certes, au moins 12 % du chiffre d'affaires disparaîtrait si toutes les monnaies de l'UE, y compris la livre, fusionnaient dans l'euro, mais Londres pourrait en contrepartie devenir le centre du marché de l'euro contre le dollar, le yen, et les autres monnaies du monde. Les marchés de devises du continent, avec des chiffres d'affaires bien moindres, y perdraient davantage, à cause des parts de marché plutôt élevés des changes intra-européens, par exemple franc-mark. Le marché entre l'euro et le dollar dépasserait le marché actuel mark-dollar, le plus grand à Londres, et se développerait pour compenser la perte de transactions intra-UE. Les marchés de devises, qu'ils se trouvent à Londres ou à Singapour, ne dépendent nullement de leur présence sur le territoire des pays dont ils négocient les monnaies.

Les marchés des produits dérivés ont déjà été bouleversés par la prochaine transition, parce qu'ils sont déjà obligés de coter les contrats au-delà de 1999 en euro, et les contrats entre monnaies de la zone euro devront quelquefois être annulés avant l'échéance, avec des conséquences fiscales. Mais LIFFE espère de toute façon maintenir sa position concurrentiel vis-à-vis du MATIF, devenant chef de file pour les contrats euro comme actuellement pour les « bunds » allemands.

En revanche, c'est dans le marché des obligations que Londres sera le plus touchée par l'adhésion ou non à la monnaie unique. Les gouvernements de la zone euro émettront leurs obligations, sinon dans leur propre marché, du moins dans un marché de la zone euro. Les banques d'investissement de la City ont une importante activité émettrice, mais seront peut-être obligées d'utiliser leurs associés continentaux pour

avoir le droit de rester dans ce marché. Pour ce qui est du marché secondaire, la City espère garder son rôle prééminent pour les euro-obligations, y compris celles qui seront libellées en euros. Étant donné le niveau d'endettement des gouvernements de l'UE, la fusion de tous les marchés européens d'obligations gouvernementales créera un marché égal à celui des obligations du Trésor américain.

La Grande-Bretagne n'a pas encore suivi la France en décidant de libeller toutes les obligations d'état en euro dès le 1^{er} janvier 1999. Si les obligations existantes (les « gilts ») continuent à coter en sterling, ce marché deviendra beaucoup moins attractif pour les investisseurs mondiaux au regard du vaste nouveau marché en euro. Il en est de même pour le marché primaire d'émission des « gilts », ou le gouvernement serait même obligé de financer ses besoins en euro (à plus bas rendement) plutôt qu'en sterling dans le cas où la livre garderait son rôle de monnaie domestique.

La bourse de Londres, qui souffre des difficultés du nouveau système de règlement Crest, voit l'euro comme une échéance moins urgente. Elle a l'habitude de faire un marché en actions étrangères en plusieurs devises, et compte l'étendre aux actions libellées en euro. Les bourses continentales et l'EASDAQ ont déjà repris une part du marché international qu'elles avaient perdue au profit de Londres. L'émergence d'un marché fusionné d'actions en euro serait un défi de plus pour Londres. Si la Grande-Bretagne adhérerait à l'euro, Londres aurait les meilleures chances de dominer ce marché. Autrement, le marché se développerait d'une manière plus polycentrique parmi les bourses continentales.

Pour qu'un vrai marché d'actions euro existe, il faudra harmoniser la comptabilité des sociétés cotées. Il faudra un an ou deux pour qu'elles expriment leur bilan et exercice en euro, et qu'ils changent leurs actions en monnaie nationale pour des actions en euro. Et puis il faudra que les résultats soient comparables, avec des ratios prix/profits calculés sur la même base.

La City commence à étudier toutes ces questions sérieusement. Mais peu d'institutions sont prêtes à passer du stade des études à celui de l'action et des dépenses. On se console de cette situation en raison du manque de préparation constaté, même dans les pays qui sont pratiquement certains d'entrer dans l'euro dès 1999.

Les échéances se raccourcissent et la City risque de prendre du retard si les projets affectant l'euro sont reportés jusqu'au moment où le gouvernement décidera ou non de « plonger dans le bain ».