

L'AVENIR DES CENTRES FINANCIERS
DE TAILLE MOYENNE
DANS L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE

ANALYSE COMPARATIVE DE LA COMPÉTITIVITÉ
D'AMSTERDAM, BRUXELLES, COPENHAGUE,
MADRID ET MILAN

JEAN-PAUL ABRAHAM ET YVONNE LACROIX*

« L'électronique peut détruire l'idée qu'un marché monétaire a besoin d'un centre géographique ; mais jusque-là, les financiers auront envie de se regrouper ».

The Economist, 11 juillet 1992

233

On s'intéresse de plus en plus ces derniers mois à la compétitivité des centres financiers de taille moyenne dans la zone de l'U.M.E.. Pour certains observateurs, les marchés financiers qui ont perdu une part de leur entrain des années quatre-vingt, jouent en ce moment leur avenir.

La question des « rassemblements financiers, comment et où » a de toute évidence une portée mondiale. Dans son récent dossier sur « Les centres financiers, ascension et déclin »,¹ *The Economist*, adoptant un point de vue typiquement londonien, s'intéresse autant aux « cow-boys financiers » de New York et Chicago qu'à « l'explosion extrême-orientale » ou aux « chamailleries européennes ».

Ce n'est pas une raison pour ignorer les aspects spécifiquement européens de la question. Dans certaines bourses d'Europe continentale,

* Directeur et conseiller scientifique, Banque Paribas Belgique ; Professeur d'économie financière à la Faculté Notre-Dame de la Paix (Namur) et Directeur des études économiques à la Banque Paribas, Belgique.

¹ *The Economist*, 27 juin 1992

environ 25 % du volume d'actions a été renvoyé sur le système SEAQ du marché des cotations basé à Londres. Le LIFFE londonien et le MATIF français dominent le marché européen des dérivés, laissant les autres dans une ombre inconfortable. Dans le domaine bancaire, les grands « joueurs globaux » comme la Citibank et la Chase ont nettement diminué leurs services professionnels dans plusieurs pays. Ils opèrent à présent depuis quelques salles de marchés, situées de préférence, sinon exclusivement, à Londres.

L'enjeu pour les places européennes n'est pas seulement technique, mais également économique et même politique. Si l'U.M.E. et le traité de Maastricht signifient « une monnaie, un marché, une banque centrale européenne », que vont devenir les centres financiers dans les différentes régions d'une Europe financière unifiée ? Comme le dit *The Economist*, (27 juin 1992, p. 27) : « ... Il est difficile de voir 12 bourses et 12 marchés des changes s'épanouir en un marché à monnaie unique... »

Nous avons entrepris il y a deux ans un essai d'analyse et de comparaison des différentes places financières européennes.

La littérature sur le sujet était maigre mais nous avons bénéficié de l'aide d'un groupe international d'experts qui ont aimablement accepté de participer à un exercice d'évaluation de 47 critères de compétitivité et de classement de six places financières en fonction de ces critères. Dans cette première étude², nous avons comparé Londres, Paris, Francfort, Luxembourg, Zurich et Bruxelles. Nous avons également cherché à tirer des conclusions spécifiques pour l'avenir de Bruxelles comme centre financier.

Cette étude a suscité beaucoup d'intérêt, mais a aussi provoqué des critiques justifiées. La remarque la plus intéressante signalait qu'il fallait se garder de comparer un centre comme Bruxelles à des Big Brothers comme Londres, Paris ou Francfort, mais aussi à des places équivalentes de petits pays européens.

Nous avons alors décidé de réviser notre première étude à la lumière des développements et des informations les plus récents et de l'élargir à ce que nous appellerons les centres « frères » de Bruxelles, Amsterdam, Copenhague, Madrid et Milan.

Nous avons à nouveau invité un groupe d'experts à nous aider et nous avons suivi la même méthode que la première fois. Dix-neuf experts ont

2 J.-P. Abraham, N. Bervae, A. Guinotte, *La compétitivité des centres internationaux, Bruxelles, janvier 1992, 42 p.* Le texte complet est à paraître dans les séries d'articles de l'Institut Européen de Finance à Bangor. Des extraits ont déjà paru dans : *Revue de la Banque*, avril 1992, p.197-200, *La compétitivité des centres financiers internationaux : Quel rôle pour Bruxelles ?* et dans *Revue d'Economie financière*, n° 21, Été 1992, p. 203-216, *La Compétitivité des centres financiers internationaux.*

participé à cette enquête qui a eu lieu entre mai et juillet 1992. Pour des raisons que nous traiterons plus en détails dans la septième partie de cet exposé, il ne faut pas considérer ce travail comme une enquête statistique, c'est le compte-rendu d'une consultation d'experts, dans un cadre conceptuel donné et selon des critères standardisés³.

Le cadre conceptuel

Le cadre conceptuel de la présente analyse est tiré de notre première étude et applique les principes suivants : les Centres Financiers Internationaux (CFI) peuvent être considérés comme des producteurs, importateurs ou exportateurs de services financiers. Ils entrent alors dans les catégories du commerce international et des avantages comparatifs. Les services financiers peuvent se regrouper géographiquement, les CFI se développeront et se spécialiseront en fonction de leurs avantages dans un certain type d'activités et de marchés.

Dans la banque et les services, l'avantage comparatif dépend de facteurs naturels comme dans le commerce international. Mais ces facteurs ne sont pas forcément physiques, sauf dans le cas de la localisation géographique ou temporelle. Ils sont humains, comme le suggère l'importance d'éléments comme l'habileté du travail, l'expertise professionnelle, l'adéquation des services de transports et de télécommunication, des excédents d'épargne substantiels.

235

Les avantages comparatifs d'un CFI se marquent également dans :

- la qualité de l'environnement politique, économique et technologique où opèrent les institutions financières ;
- les caractéristiques des réglementations monétaires, bancaires et des changes ;
- la sensibilité aux taxes et aux coûts des opérations financières.

Devant ces facteurs, nous avons dressé une liste de 47 critères des avantages comparatifs des CFI (voir appendice 1). Nous leur avons attribué à chacun une note en faisant la moyenne des points donnés par les experts lors de la première étude. Dans un second temps, nous avons évalué chaque CFI par rapport à chacun des 47 critères. Pour globaliser les résultats, nous avons regroupé les critères, leur valeur et leur classement en quatre groupes (*voir tableau 1 pour Bruxelles*).

³ Sur cette réserve, voir notre première étude, *op. cit.*, p. 22.

Tableau 1. Exemple d'estimation globalisée
Bruxelles dans les études de 1991 et 1992

Catégorie de critère	Pondération	Valeur moyenne des résultats individuels (1)		Résultat global	
		1991	1992	1991	1992
A	B	C	D	E = B x C	F = B x D
A. Facteurs naturels	0,280	2,63	2,46	0,736	0,688
B. environnement humain	0,250	3,30	2,99	0,825	0,747
C. cadre de réglementation	0,225	2,60	2,40	0,585	0,540
D. taxes et coûts	0,245	3,11	2,99	0,762	0,732
Total	1,000	2,91	2,71	2,908	2,708
(1) résultats : 1 = excellent; 5 = très mauvais					

236

Il ne faut pas analyser les différences entre les résultats de 1991 et ceux de 1992 comme des changements d'une année sur l'autre. Il faut surtout les attribuer à des différences d'évaluation dues à des équipes d'experts partiellement différents travaillant à un an d'intervalle.

De toute évidence, ce cadre peut utilement servir à mesurer la compétitivité des CFI de taille moyenne.

On peut premièrement examiner sur une base *a priori* si et comment la taille d'un CFI détermine sa compétitivité par rapport à ses concurrents.

On peut ensuite comparer empiriquement comment se place tel CFI par rapport à ses concurrents de taille équivalente ou différente. Cette analyse devrait tenir compte non seulement de facteurs statiques mais aussi du processus dynamique susceptible de modifier le classement de tel ou tel CFI.

Dans les années 90, trois éléments semblent nettement déterminants pour l'Europe occidentale : la technologie, la réglementation et l'Union Monétaire Européenne.

L'impact de la technologie

Les progrès de l'informatique et des télécommunications ont révolutionné le monde financier ces dernières décennies. Mais leurs conséquences sur les CFI sont loin d'être univoques. Ils rendent les transactions financières possibles en dehors des grands centres mais ils permettent également à ces grands centres d'étendre leurs opérations géographiquement et d'intervenir dans le monde entier. En d'autres termes, le problème classique du choix entre centralisation et décentralisation se pose de moins en moins en termes de contraintes techniques. Dans le cas des CFI, l'évolution de ces dernières années est, à première vue troublante : en Asie la décentralisation prévaut avec le développement de Singapour, Hong Kong, Séoul, Taipei, etc. ; en Europe, c'est la centralisation qui semble l'emporter avec une forte concentration à Londres.

De toute évidence, il ne faut pas expliquer ce contraste par des raisons techniques mais historiques. L'Europe est partie d'une multiplicité de petits marchés financiers hautement protégés dans une économie mûre tandis que l'Asie possédait peu de marchés dans une économie en pleine croissance.

D'autre part, les places financières européennes ont généralement cherché à résoudre individuellement le défi technologique sans volonté de coopération. L'exemple du marché dérivé BELFOX en Belgique montre bien que le nombre, la qualité et la taille des CFI de moyenne importance sont souvent insuffisants pour leur permettre de maîtriser les innovations technologiques, de bâtir une expertise professionnelle, de partager le poids financier des investissements initiaux, enfin d'assurer un taux satisfaisant d'utilisation de la nouvelle capacité dans les premières étapes du projet. Dans ces conditions, la concentration des affaires dans les centres qui paraîtront les plus « appropriés » semble inévitable.

L'avenir réside dans la spécialisation et la coopération, à l'inverse exactement de la volonté de tout couvrir (marché des changes, marchés des capitaux, produits dérivés, garde globale) tout seul.

On peut noter quelques rares exemples de coopération:

- Le projet Eurolist, qui fournira une cotation simultanée des principales actions européennes dans la plupart des bourses européennes.

- Le FEX (First European Exchange), alliance de petits marchés dérivés, qui permet l'accès à des produits financiers dérivés développés dans d'autres pays et qui tente de développer des systèmes de traitements communs⁴.

4. FEX est une alliance conclue par les Pères Fondateurs suivants :

- l'EOE (European Option Exchange) basé à Amsterdam

- le groupe OM qui opère à Londres et Stockholm

- la SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange).

Le principal obstacle à la coopération n'est pas technique mais institutionnel. Chaque État, chaque corporation veut avoir son organisation et ses marchés pour avoir plus de travail et plus d'emploi et pour mieux soutenir sa propre politique financière. De ce fait, réglementations et procédures dans les marchés organisés sont souvent trop différentes d'un pays à l'autre pour permettre d'uniformiser la technologie et les logiciels sans modifications considérables et coûteuses. C'est une raison supplémentaire à l'accroissement, aux dépens des bourses nationales, du marché OTC des capitaux basé à Londres.

L'impact de la réglementation

Il y a quelques années, le mot d'ordre dans les CFI était moins de réglementations pour plus d'affaires. C'était le moyen de créer des centres jusque dans les déserts et les lieux exotiques. L'humeur a un peu changé après la BCCI et les affaires de blanchiment d'argent et de scandales financiers qui ont éclaboussé petites et grandes places financières. Les années quatre-vingt-dix constituent clairement une ère nouvelle dans la dialectique de réglementation des CFI.

238

La tendance n'est plus à empêcher de circonvenir les réglementations nationales rigides par l'introduction de règles moins nombreuses et plus flexibles. Elle a été remplacée par le contrôle du pays d'origine, les ratios Cooke, la répression internationale du blanchiment de l'argent, en bref une surveillance plus attentive des institutions financières. Le slogan du monde financier est passé de « moins de réglementation » à « une réglementation claire et standardisée ». « La distinction qui s'impose à présent n'est plus la même - des règles suffocantes contre de l'oxygène - mais le besoin de règles claires au lieu d'une improvisation bricolée ». (*The Economist*, 27 juin 1992, p. 21)

Le résultat pour les CFI est simple: ils doivent trouver un nouvel équilibre dans le couple efficacité/stabilité. Ils doivent mesurer l'avantage de la libre compétition contre celui d'un fonctionnement ordonné et le prix de la réglementation contre celui des scandales, des faillites et des mesures répressives *ex post*.

La CEE a mis un frein à la « déréglementation financière compétitive » qui était activement soutenue à Londres à l'époque de Mme Thatcher. Il reste cependant à examiner si

- la rerégulation par les règles standardisées de la CEE sera appliquée uniformément à tous les CFI quels qu'ils soient.
- cette rerégulation standardisée sera étendue à la taxation là où la «détaxation compétitive» continue à prédominer ;
- la standardisation de type BIS au niveau mondial sera suffisamment forte

pour empêcher une distorsion entre les CFI à l'intérieur et à l'extérieur de la CEE ;

- la standardisation de la rerégulation dans la CEE ne finira pas dans un « excès d'harmonie » (*The Economist*, 27 juin 1992) qui rendra « les marchés financiers plus coûteux et peut-être moins efficaces » (*ibidem*).

L'impact de l'UME

Au sens strict, l'expression « une monnaie, un marché, une banque centrale » souvent utilisée pour résumer le programme financier de l'Union Monétaire Européenne propose des perspectives fort peu engageantes pour les CFI européens de moyenne importance.

« Une monnaie » : le remplacement des monnaies nationales par l'ECU ruine le privilège naturel et détruit la compétitivité spécifique de chaque pays à traiter dans sa monnaie propre. Partout sauf en Belgique, les marchés des changes locaux font essentiellement du commerce de devises nationales contre le dollar et, à un moindre degré, le Deutche Mark et la Livre Sterling. Presque partout, surtout dans les pays particulièrement endettés comme l'Italie et la Belgique, la principale activité du marché des changes et des capitaux est le commerce des effets publics à court et à long terme en monnaie nationale. L'adoption de l'ECU provoquera certainement au moins quelques délocalisations de ces opérations.

« Un marché » signifie un marché unifié où la compétition financière deviendra un « jeu sans frontières » et où les avantages comparatifs de proximité diminueront au moins pour les gros clients, tant les entreprises que les particuliers.

« Une banque centrale » signifie qu'une politique monétaire commune et centralisée remplacera les politiques monétaires nationales qui étaient censées mieux tenir compte des conditions spécifiques des marchés financiers dans les pays concernés. En outre, le choix probable pour l'installation de la Banque Centrale Européenne d'une des grandes places financières ne fera que renforcer la tendance à la centralisation aux dépens des petits CFI.

Il serait totalement irresponsable d'ignorer ces défis fondamentaux de l'UME aux petits CFI européens. Mais les constatations précédentes appellent quelques réserves importantes.

Premièrement, le processus sera progressif, en particulier pour le remplacement des monnaies nationales par l'ECU. Les institutions financières auront tout le temps de s'adapter et d'organiser leur marché en ECU, en particulier avec leurs clients traditionnels

Deuxièmement, certaines évolutions sont déjà en cours et ne seront que renforcées par l'UME. Dans la majorité des pays européens, la politique monétaire est déjà étroitement liée à celle de la Bundesbank. Il n'y

aura pas perte de souveraineté puisqu'à ce point il n'y a déjà plus de souveraineté à perdre.

Troisièmement, un marché unifié n'est pas un marché uniforme sauf peut-être pour un millier d'entreprises multinationales qui opère de manière centralisée sur l'Europe entière. L'exemple des grands pays montre déjà que les marchés régionaux continueront d'exister, même dans une Europe unifiée. Ils reposent sur l'histoire, la proximité, les contacts et la personnalisation des services, l'intégration du monde bancaire dans l'environnement économique, social et culturel de la région.

Ces marchés locaux, régionaux et nationaux deviendront sans doute de plus en plus contestables. Mais cela ne signifie pas forcément l'absorption par les Big Brothers. En premier lieu, on peut imaginer une interpénétration, ce qui reviendrait à une interpénétration des CFI nationaux. C'est un développement bilatéral et non pas univoque, où toutes les parties peuvent trouver leur avantage.

Ensuite, dans le cas d'une centralisation, les CFI de taille moyenne deviendraient le lien incontournable entre une grande institution financière qui couvrirait l'ensemble de l'Europe et la plupart des segments de clientèle. Cela vaut à la fois pour le rapport et pour la qualité des actifs. *The Economist* reconnaît lui-même que « les plus grandes erreurs du monde financier - de la dette du tiers-monde à la propriété - proviennent partiellement d'une prise de décision trop centralisée. » (27 juin 1992, p. 6)

Certains CFI d'importance moyenne peuvent aussi conserver une telle spécificité que même les Big Brothers les laisseront en dehors de toute centralisation. On peut imaginer le cas dans des domaines comme la banque privée, la marine marchande, le pétrole, les systèmes de compensation et de garde des valeurs, dématérialisées ou pas et enfin les titres publics locaux, régionaux ou nationaux. Cette spécificité peut être renforcée à la fois par une augmentation des services auprès des émetteurs et des investisseurs, par exemple par l'amélioration des procédures de règlement et de livraison.

Quatrième et dernier élément: la discussion actuelle sur la Banque Centrale Européenne dépasse largement à notre avis la question de sa localisation et de son effet sur la compétitivité de certains CFI. Il est vrai que la présence de grandes institutions internationales compte parmi les 47 critères de compétitivité de notre première étude, mais à un niveau relativement mineur (3,10).

La Banque Centrale Européenne ne jouera jamais le rôle centralisé et centralisateur que jouent, à leur échelle nationale respective, la Banque de France ou la Banque d'Angleterre par exemple. Elle ne représentera qu'une partie d'un système fédéral de banques centrales où les banques

nationales participantes exerceront une certaine pression, au moins les premiers temps.

En outre, l'exemple américain (avec le siège de la Federal Reserve à Washington et la principale place financière à New York) montre qu'un grand CFI n'a pas besoin de la présence d'une banque centrale pour se développer et attirer des affaires et qu'à l'inverse la banque centrale n'a besoin d'un grand CFI que pour exécuter ses opérations politiques, pas pour planifier ou décider cette politique.

Enfin, la discussion concernant la localisation de la BCE est plus symbolique qu'économique ou financière. La vraie question consiste à savoir si le choix consacrer ou renforcera le prestige du siège de la politique monétaire et de la banque centrale (nationale) les plus influentes d'Europe (Francfort, la Bundesbank) ou le prestige du centre d'affaire de loin le plus important (Londres).

L'impact de la taille sur la compétitivité d'un CFI : approche théorique

Une fois installé le cadre conceptuel de notre analyse, nous pouvons à présent entreprendre l'examen plus détaillé des deux enquêtes que nous avons organisées sur notre liste de 47 critères.

Nous avons tout d'abord utilisé cette liste pour étudier *a priori* l'impact de la taille sur la compétitivité des CFI.

Pour chaque critère nous avons cherché à savoir si la compétitivité des CFI dépendait de leur taille. Ce mélange de bon sens et d'appréciation personnelle a pour seul mérite d'être systématique.

La compétitivité d'un CFI semble être sensible de façon significative à l'impact de la taille dans 22 critères sur 47. Dans 12 de ces 22 cas, nous pouvons même parler de grande sensibilité.

La conclusion générale à tirer de cet exercice est de pur bon sens. La compétitivité d'un grand CFI comme grand CFI repose sur la diversité et la taille de ses marchés financiers, quelle que soit l'origine de sa diversité et de sa taille : facteurs naturels, stabilité politique et économique, réglementation financière favorable, fiscalité faible.

Des marchés des changes et des capitaux importants et diversifiés signifient plus de liquidité, des économies d'échelle et de moyens, une large base d'instruments pour la mise en place de marchés dérivés, des coûts de transaction plus bas pour les clients.

Des marchés importants et diversifiés signifient plus de participants pour partager les charges techniques et financières permettant l'introduction de nouvelles technologies et l'assurance d'un taux d'utilisation raisonnable des nouvelles capacités. Des marchés importants et diversifiés

gènèrent une expertise professionnelle et une information qui peuvent être utilisées au niveau mondial par le moyen d'un réseau efficace.

Les CFI plus petits peuvent compenser le désavantage de leur taille par des coûts de fonctionnement bancaires plus bas, des conditions de vie plus faciles, une concentration sur une clientèle à spécificité régionale ou professionnelle (comme les centres régionaux aux États-Unis et en Allemagne), une spécialisation dans des technologies et des expertises spécifiques (les fonds mutuels à Boston, les marchés des changes dérivés à Philadelphie, les systèmes de compensation des valeurs à Bruxelles et à Luxembourg, etc.), une réglementation financière favorable, une fiscalité plus faible en particulier pour les transactions et les revenus financiers.

Dans cette perspective, le problème de la survie des CFI de taille moyenne en Europe revient à savoir s'ils seront aptes à compenser convenablement leur problème de taille. Notre analyse va certainement dans le sens d'une forte pression sur les petits CFI. Le degré de compensation possible dépend des conditions individuelles de chacun d'entre eux, que nous avons essayé de préciser en consultant nos experts.

Il n'est pas étonnant qu'il n'y ait pas eu l'unanimité sur les conclusions globales. L'un des experts interrogé a déclaré : « l'absence de liquidité et des coûts fixes élevés (ou coûts « d'installation » ou d'« entrée ») vont jouer contre les centres régionaux. Les investisseurs demandent des liquidités, de la variété dans les instruments d'investissement, une exécution rapide et fiable que les petits centres auront du mal à fournir » tandis qu'un autre était finalement plus optimiste sur l'avenir des petits CFI. Il expliquait : « Je crois qu'ils ont de l'avenir, pas seulement comme simples centres financiers, mais aussi comme points de contact pour les résidents avec les marchés et les services bancaires d'autres pays ».

242

Comparaison de la compétitivité relative de l'entente des petites places financières européennes : Amsterdam, Bruxelles, Copenhague, Madrid et Milan

Entente : lié à autrui par un lien commun d'intérêt (rang, profession, appartenance à une société, souffrance ou travail). Terme du vieux droit français. Nous avons analysé empiriquement les résultats de l'enquête que nous avons faite en 1992 afin de comparer les forces et les faiblesses relatives des cinq CFI de notre échantillonnage.

Le tableau 2 montre les résultats globaux de 1992 et les compare à ceux de 1991.

Tableau 2. Résultats globaux des CFI européens

1. Enquête de 1992.					
	AMSTERDAM	BRUSSELS	COPENHAGEN	MADRID	MILAN
Facteurs naturels	2,38	2,46	3,26	3,16	3,08
Environnement	2,33	2,99	3,28	3,12	3,35
Cadre de réglementation	2,25	2,40	2,64	3,07	3,19
Taxes et coûts	2,48	2,99	2,95	3,05	3,30
Total	2,36	2,71	3,03	3,10	3,23

2. Enquête de 1991						
	LONDON	PARIS	FRANKFURT	LUXEMBURG	ZURICH	BRUSSELS
Facteurs naturels	1,95	2,74	2,63	2,67	2,73	2,63
Environnement	1,59	2,44	2,66	2,65	2,54	3,30
Cadre de réglementation	1,44	2,26	2,28	1,94	2,42	2,60
Taxes et coûts	1,73	2,57	2,29	1,77	2,83	3,11
Total	1,69	2,52	2,48	2,28	2,64	2,91

Pour les estimations, voir tableau n°1. Résultat: 1 = excellent; 5=très mauvais

243

On peut faire les remarques suivantes :

- les résultats des cinq petits CFI tournent tous autour de 3, appréciation « moyenne », nettement moins favorable que les résultats des grands centres dans l'enquête de 1991.

- Amsterdam seule fait exception, ce qui la classe clairement à la tête des petits CFI d'Europe continentale. Ses résultats ne diffèrent pas beaucoup de ceux des principales places continentales comme Paris, Francfort et Zurich. C'est certainement un argument pour les partisans de l'installation de la BCE à Amsterdam.

- Bruxelles occupe une position intermédiaire entre Amsterdam et les places d'Europe du Sud. Elle est proche d'Amsterdam pour les facteurs naturels et proche des centres du Sud pour les taxes et les coûts, même après la réduction des taxes prélevées sur les obligations et les dépôts.

- Curieusement, après leur croissance spectaculaire dans les années quatre-vingt, Madrid et Milan restent « en dessous de la moyenne ». Nous verrons plus loin que ceci est dû surtout à des phénomènes macro-économiques.

- Enfin, le résultat « moyen » de Copenhague est essentiellement dû à des facteurs spécifiques de son environnement financier.

Les résultats par rapport aux critères individuels sont donnés *in extenso*

dans l'annexe. Le tableau 3 donne un classement global sur trois niveaux de qualité. Ce qui donne les points suivants :

- le bon résultat d'Amsterdam apparaît dans 33 des 47 résultats de la rubrique « excellent à plutôt bon ». Ce chiffre tombe à 13 pour Bruxelles et à 4 pour Copenhague et Milan.

- A l'inverse, l'appréciation globalement défavorable de Milan et « moyenne » de Copenhague apparaît dans respectivement 11 et 13 des résultats individuels de la série « plutôt mauvais à très mauvais ». Amsterdam n'a reçu aucune appréciation de ce genre et Bruxelles et Madrid n'en ont eu que 4.

- Le résultat global plutôt mauvais de Madrid tient plus à une accumulation de « assez moyen » qu'à un résultat « vraiment mauvais ».

Tableau 3 : Résultats individuels des CFI européens

Catégorie:	Fourchette	Nombre de critères				
		Amsterdam	Bruxelles	Copenhague	Madrid	Milan
excellent à plutôt bon	$\leq 2,50$	33	13	4	5	4
moyen	$2,50 < x \leq 3,50$	14	30	32	38	30
plutôt mauvais à très mauvais	$x > 3,5$	0	4	11	4	13
total		47	47	47	47	47

L'analyse des résultats individuels permet de dresser la liste des forces et des faiblesses principales de chacun des CFI. Cette liste est présentée dans l'encadré et suggère des conclusions intéressantes.

- Comme prévu, les forces majeures des CFI tiennent rarement à des facteurs où la taille joue un rôle important, ce qui confirme totalement notre hypothèse de départ.

- Les forces principales des CFI d'Europe du Nord-Ouest (Amsterdam, Bruxelles, Copenhague) sont macro-économiques : monnaie forte, absence d'inflation et contrôle des changes. Inversement les faiblesses majeures de Milan sont politiques et macro-économiques: instabilité politique, inflation élevée et monnaie faible.

- La présence d'institutions internationales et d'entreprises multinationales est considérée comme positive pour respectivement Bruxelles et Amsterdam. Inversement, l'absence d'institutions internationales est considérée comme négative pour Amsterdam, Copenhague, Madrid et Milan. L'absence de concentration de multinationales passe pour une faiblesse dans le cas de Madrid et de Copenhague.

- Les forces et les faiblesses dans l'organisation financière sont différentes d'un CFI à l'autre. L'existence d'instruments financiers sophistiqués et

le fonctionnement satisfaisant du marché à options sont les principales forces d'Amsterdam. La même chose vaut pour l'activité bancaire et le marché obligataire à Milan. La présence de banques étrangères est soulignée pour Bruxelles mais son marché d'effets publics curieusement pas.

Des forces et des faiblesses

Amsterdam

Forces (sélection ≤ 2.0) : absence de contrôle des changes (1.42) ; force de la monnaie (1.50) ; absence d'inflation (1.75) ; présence de multinationales (1.92) ; attitude envers l'innovation (1.92) ; stabilité politique (1.92) ; présence d'instruments financiers sophistiqués (2.0) ; fonctionnement du marché à options (2.0).

Faiblesses : - aucune selon la classification - résultats les plus faibles : absence d'importantes institutions internationales (3.17) ; secret bancaire (2.92).

Bruxelles

Forces (sélection ≤ 2.0) : absence de contrôle des changes (1.50) ; force de la monnaie (1.75) ; présence d'importantes institutions internationales (2.0) ; absence d'inflation (2.0) ; présence de banques étrangères (2.0).

Faiblesses : volume de transactions de la bourse (3.91) ; rotation des transactions boursières (3.75) ; fonctionnement des marchés dérivés (options) (3.67) ; capitalisation boursière (3.67).

Copenhague

Forces : - Absence d'inflation (1.89) ; absence de contrôle des changes (1.40). - Autres forces relatives (≤ 2.75) : dérégulation du marché des capitaux (2.67) ; régime fiscal par retenue (2.75).

Faiblesses (sélection > 4.0) : volume de transactions boursières (4.11) ; capitalisation boursière (4.11) ; absence d'importantes institutions internationales (4.0) ; absence d'importantes multinationales (4.0) ; rotation boursière (4.0).

Madrid

Forces : croissance économique (2.21) ; Zone temps (2.43) ; stabilité politique (2.43) ; attirance du capital étranger (2.50) ; absence de contrôle des changes (2.50).

Faiblesses : absence d'importantes institutions internationales (3.71) ; inflation (3.71) ; Absence de multinationales (3.64) ; règlement des transactions déficient (3.57).

Milan

Forces : taille de l'épargne nationale (2.06) ; importance du marché obligataire (2.38) ; zone temps (2.38) ; importance de l'activité bancaire (2.44).

Faiblesses (sélection > 3.75) : stabilité politique (4.13) ; inflation (3.94) ; faiblesse de la monnaie (3.94) ; fonctionnement des marchés dérivés (3.94) ; absence d'importantes institutions internationales (3.88).

Les faiblesses majeures sont la bourse à Bruxelles et à Copenhague et les marchés dérivés à Bruxelles et Milan. On remarque une déficience des règlements des transactions à Madrid.

En conclusion, nous pouvons noter que notre étude relève trois points déterminants pour la survie des CFI européens de taille moyenne :

- la stabilité politique et macro-économique.
- l'organisation financière
- la clientèle pour la banque d'affaire et institutionnelle.

La question de la crédibilité

La présente analyse qui s'appuie sur la consultation d'un nombre limité d'experts a-t-elle suffisamment de crédibilité pour permettre de tirer des conclusions générales ? Est-il vrai que des évaluations de ce genre restent trop subjectives malgré la compétence des experts ? En outre, la connaissance des petits CFI européens est moins répandue que celle de places comme Londres, Paris et Francfort. On ne peut pas attendre des experts consultés qu'ils sachent tout sur tous les centres examinés. Malgré cela, nous sommes assez sûrs de notre crédibilité.

Premièrement, notre analyse ne débouche pas sur des affirmations abusives et des conclusions injustifiées. Nos résultats sont au moins plausibles et expriment de façon plus précise ce qui se ressent et se dit dans les cercles professionnels. Deuxièmement, certains points se voient confirmés par les faits ou par des exercices analogues effectués par d'autres experts à d'autres endroits. Outre les comparaisons avec notre première étude, le tableau 4 résume certains éléments et certaines appréciations publiés récemment dans la presse financière. Elles ne concernent que les bourses mais appellent néanmoins quelques remarques :

- les résultats donnés par les agents de change français dans *La Vie Française* de juillet 1992 confirment largement notre étude. Amsterdam est la bourse la plus importante des CFI d'Europe continentale de taille moyenne. Ce n'est pas le résultat de la capitalisation de son marché qui est plus élevée à Milan et à peu près équivalente à Madrid. C'est la qualité qui prévaut, surtout sur la question des liquidités et des règlements. L'ouverture sur l'extérieur est grande comme l'indique le nombre des actions étrangères cotées, même si leur rotation est assez limitée. Le résultat d'Amsterdam n'est pas réellement différent de ceux des grands centres continentaux, Paris, Francfort et Zurich.

- Madrid et Milan ont des résultats défavorables malgré la forte capitalisation de leur marché. Là aussi la qualité compte. La liquidité de leur bourse est considérée comme assez pauvre. L'information et la protection des petits actionnaires est jugée insuffisante en Italie.

- Comme dans notre enquête, Bruxelles occupe une position intermédiaire avec assez peu de liquidité et une capitalisation boursière trop faible.

Conclusion générale

Dans un avenir proche, la politique de l'Union monétaire Européenne (« une monnaie, un marché, une même réglementation ») combinée à la poursuite du progrès technique dans le secteur des services aura un effet centralisateur et exercera une lourde pression sur les petits CFI européens. Telle est la conclusion à laquelle parviennent à la fois le raisonnement et la consultation d'un groupe d'experts.

La menace d'une lutte féroce pour la survie n'est pas illusoire ; elle opposera essentiellement petits et grands CFI plutôt que les petits entre eux, qui vont voir leurs différences s'atténuer.

Pour les petits CFI survie signifie spécialisation et coopération même au prix d'une diminution de leur taille relative. Les petits CFI peuvent augmenter leur spécificité en se concentrant sur des créneaux précis comme la banque privée, les systèmes de compensation ou de garde, les finances publiques, locales, régionales ou nationales.

La solidité de leur clientèle restera leur atout majeur. Le marché européen unifié ne sera pas un marché uniforme. Les relations de clientèle reposant sur l'histoire, la proximité, l'implication sur place sont encore essentielles. Mais les marchés intérieurs fondés sur les relations clientèle seront de plus en plus contestables, au moins pour les marchés de gros. La restructuration de l'organisation financière et des systèmes bancaires demeure une priorité absolue. Elle aidera les petits CFI à résister à la pression des Big Brothers et surtout à saisir les occasions que leur offre l'UME, en particulier sur le marché de l'ECU.

Dans ce contexte, les CFI du Benelux, Bruxelles, Amsterdam et Luxembourg devraient sérieusement revoir leurs relations. La réduction des privilèges *off-shore* menace la position de Luxembourg sur le marché des obligations en ECU. La position originellement forte de Bruxelles sur le marché de l'ECU a rencontré une concurrence croissante de la part de Londres et de Paris. Amsterdam a une position forte sur les marchés dérivés mais pas d'expérience de l'ECU. Un marché unifié de l'ECU au Benelux est une occasion à saisir alors que de récents événements montrent qu'il reste encore beaucoup à faire pour élargir le marché de l'ECU et augmenter sa liquidité. Des participants dynamiques et compétents agissant en coopération peuvent conquérir des parts de marché importantes.

Enfin, les chiffres confirment que Londres est, de loin, la première bourse européenne. Logiquement, les actions anglaises devraient dominer l'Euroliste des valeurs cotées simultanément dans différentes places.

Tableau 4 : Principales données sur les places financières européennes

		Ratings (1) of French securities managers	Market capitalization of domestic listed shares		Number of quoted domestic shares	Number of quoted foreign shares	Shares eligible for Eurolist
			in billion ECUS	rank			
Medium-sized European IFC							
	Amsterdam	2,1	102	6	263	234	15
	Brussels	2,6	53	8	176	160	5
	Copenhagen	2,8	34	9	261	11	6
	Madrid	2,9	95	7	431	3	15
	Milan	3,3	115	5	224	2	17
Major European IFC							
	London	1,6	729	1	1852	604	110
	Paris	1,8	260	3	551	231	49
	Frankfurt	2,2	277	2	428	239	40
	Zurich	2,4	130	4	182	243	—

Source : La Vie Française, July 18, 1992 and Financieel-Economische Tijd, August 12, 1992; European Stock Exchange Statistics, Statistical Yearbook 1991

(1) : Adapted to our scale from La Vie Française : 1 is excellent and 5 very bad.

En résumé, nous pouvons dire que notre étude dans ses grandes lignes découle aussi de l'examen comparatif des bourses européennes publié par *La Vie Française*.

ANNEXE:
Enquête sur les CFI européens - Moyennes de 1992.

CRITÈRES	POIDS	AMSTER.	BRUXELLES	COP.	MADRID	MILAN
FACTEURS NATURELS						
1. Taille de l'épargne nationale	2,4	2,58	2,58	3,11	3,14	2,06
2. Attirance du capital étranger	1,5	2,25	3,00	3,44	2,50	3,44
3. Qualif. du travail national	2,3	2,25	2,50	3,00	3,43	3,06
4. Expertise professionnelle	1,4	2,17	2,58	3,11	3,14	3,06
5. Situation géographique	3,3	2,25	2,08	3,33	3,07	2,81
6. Transports et télécom.	2,2	2,25	2,33	3,22	3,21	3,31
7. Coûts opérationnels						
d'une institution financière	2,8	2,50	2,67	2,89	3,36	3,69
8. Zone temps	3,0	2,42	2,42	2,44	2,43	2,38
9. Importantes institutions						
financières	3,1	3,17	2,00	4,00	3,71	3,88
10. Multinationales	2,3	1,92	2,42	4,00	3,64	3,13
ENVIRONNEMENT						
11. Croissance éco. du pays	2,8	2,67	3,00	2,89	2,21	2,94
12. Inflation	3,1	1,75	2,00	1,89	3,71	3,94
13. Force de la monnaie	2,5	1,50	1,75	2,44	3,00	3,94
14. Importance de l'activité						
bancaire	2,0	2,17	2,42	3,56	2,79	2,44
15. Secret bancaire	2,0	2,92	2,83	3,00	2,86	3,19
16. Système automatique						
continu de transactions	2,1	2,42	2,92	3,44	3,21	3,69
17. Circulation de l'information	2,1	2,67	2,92	3,00	3,36	3,44
18. Règlement des transactions	2,4	2,67	3,25	3,22	3,57	3,56
19. Diversité et taille						
des marchés monétaires	1,6	2,67	3,08	3,78	3,29	2,88
20. Diversité et taille						
des marchés des changes	1,6	2,50	3,17	3,78	3,21	3,31
21. Diversité et taille						
des marchés des capitaux	1,6	2,25	3,08	3,78	3,50	3,19
22. Volume de transactions						
boursières	2,1	2,50	3,92	4,11	3,07	3,44
23. Volume de transactions						
hors de la bourse	2,0	2,75	3,17	3,11	3,14	2,88
24. Influence dominante de quel-						
ques actions superstar	3,7	2,17	3,33	2,89	2,64	2,75

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

250

25. Présence de banques						
étrangères	1,5	2,33	2,00	3,78	3,21	3,13
26. Actifs et passifs						
internationaux	1,9	2,42	2,75	3,22	3,29	3,25
27. Présence d'instruments						
financiers sophistiqués	1,8	2,00	3,08	3,22	3,50	3,69
28. Fonctionnement des futures	1,8	2,17	3,42	3,44	3,29	3,94
29. Fonctionnement des marchés						
dérivés	1,8	2,00	3,67	3,56	3,36	3,94
30. Attitude envers l'innovation	1,9	1,92	3,25	2,89	2,71	3,19
31. Capitalisation boursière	2,1	2,42	3,67	4,11	2,93	3,25
32. Rotation boursière	2,1	2,67	3,75	4,00	3,14	3,56
33. Importance du marché						
obligataire	2,0	2,67	2,67	3,00	3,29	2,38
34. (Absence d') intervention						
de l'État	2,7	2,17	2,75	2,89	3,36	3,69
35. Stabilité politique	1,6	1,92	2,83	2,89	2,43	4,13
CADRE DE RÉGLEMENTATION						
36. Degré de déréglementation						
du marché monétaire	1,8	2,33	2,42	2,89	3,29	3,13
37. Degré de déréglementation						
du marché des capitaux	1,4	2,25	2,25	2,67	3,29	3,19
38. Contrôle des O.P.A. et						
du blanchiment	2,8	2,83	2,83	2,89	3,29	3,50
39. Organisation boursière						
(ex. Suisse : fédération)	2,8	2,42	3,00	2,89	3,00	3,50
40. (Absence de) contrôle						
des changes	1,5	1,42	1,50	1,89	2,50	2,63
TAXES ET COÛTS						
41. Fiscalité par prélèvement	2,2	2,18	2,73	2,75	3,08	3,27
42. Timbres fiscaux	2,1	2,55	3,27	2,88	3,00	3,53
43. Taxe boursière	2,1	2,82	3,27	2,88	2,92	3,40
44. Taxes sur les sociétés, institu-						
tions financières résidentes	2,7	2,73	3,00	3,25	2,92	3,13
45. Taxes sur les sociétés, institu-						
financières non résidentes	2,4	2,27	2,55	3,00	2,92	3,13
46. Coûts des transactions	1,8	2,45	3,09	3,00	3,23	3,33
47. Type de commissions						
(libres/fixes)	1,8	2,36	3,00	2,88	3,31	3,27