



LE MARCHÉ DES CAPITAUX EUROPÉEN VU PAR UN ACTEUR INTERNATIONAL

INTERVIEW

ANDREW CROCKETT *

Robert Raymond : Vous avez eu une carrière exceptionnelle et incomparablement diversifiée, dans les plus prestigieuses institutions internationales, les Banques centrales et maintenant une grande banque internationale qui est un *global player* fortement engagé sur les marchés. Sur ceux-ci, vous êtes un acteur, mais vous avez aussi appartenu au monde des régulateurs en qualité de président du Forum de la stabilité financière. Commençons donc par jeter un regard sur ce que l'on est convenu d'appeler le marché international des capitaux, un domaine où l'on peut considérer que la globalisation est très avancée. Trouvez-vous que le degré d'harmonisation entre l'Amérique du Nord, l'Europe et le Japon est suffisant, ou constitue-t-il un frein à la croissance mondiale ? Que recommanderiez-vous de faire ?

Andrew Crockett : L'intégration se poursuit entre les marchés de capitaux des trois principales zones du monde industrialisé, mais il reste encore énormément de progrès à faire. C'est surtout le cas dans le domaine de ce que l'on appelle le *post-trading*, c'est-à-dire celui des opérations qui suivent la négociation des titres : la compensation des ordres, le règlement-livraison, les fonctions de dépositaire et dépositaire

* Président JP Morgan international, membre du G30.

Directeur général de la Banque des règlements internationaux - BRI (1993-2003), directeur exécutif de la Banque d'Angleterre (1989-1993).

Propos recueillis par Robert Raymond.



central¹. La plupart des obstacles qui subsistent ont été identifiés dans le rapport du Groupe des trente² publié en 2003, et dans le rapport du Groupe de pilotage que j'ai eu l'honneur de présider. Les domaines dans lesquels des améliorations sont encore nécessaires sont au nombre de trois : l'interopérabilité, c'est-à-dire la possibilité pour des opérations conclues dans un cadre réglementaire et technique national d'être dénouées ailleurs et sous un autre régime sans solution de continuité et sans frais excessifs ; la sécurité, c'est-à-dire la certitude que le règlement de la transaction ne sera pas interrompu par des difficultés dues aux prestataires de services ou aux contreparties ; enfin la gouvernance, l'assurance que la concurrence et la gouvernance des institutions impliquées procurera aux donneurs d'ordres et aux intermédiaires assez de transparence et un traitement équitable.

Robert Raymond : On accuse souvent la liberté des mouvements de capitaux de jouer un rôle déstabilisateur, surtout vis-à-vis des économies émergentes, les entrées de capitaux nourrissant des bulles que dégonflent ensuite de soudains reflux. Est-ce justifié ? Comment pourrait-on modérer ces excès ? Les États-Unis et l'Europe ont-ils les moyens d'y contribuer ?

2

Andrew Crockett : Je suis convaincu que la liberté accrue des mouvements de capitaux a eu dans l'ensemble plus d'avantages que d'inconvénients. Là où des problèmes se sont fait jour, ce n'était pas toujours dû à la volatilité intrinsèque des flux de capitaux, c'était plutôt la conséquence de politiques erronées qui ont engendré des retournements de la confiance des investisseurs. On aurait pourtant tort de minimiser les effets potentiellement négatifs de la volatilité des mouvements de capitaux. Je pense que les leçons à tirer de cette volatilité sont maintenant tirées par les pays émergents, qui accordent plus d'importance à l'adoption de politiques supportables à moyen terme et à la flexibilité des taux de change. Ils ont aussi accumulé un matelas plus épais de réserves de change. Les excès dus aux mouvements de capitaux, le syndrome fête-famine, devraient donc prendre moins d'importance à l'avenir. Les investisseurs des pays développés pourraient y contribuer par un comportement plus équilibré et par des mécanismes comme les *collective action clauses*, qui permettent une résolution plus ordonnée des difficultés financières. Des méthodes de consultation plus élaborées, comme celles que soutient l'Institute of International Finance³, peuvent aussi jouer un rôle positif.

Robert Raymond : Le même effet d'engouement collectif peut frapper une catégorie d'actifs. Un investisseur n'importe où dans



le monde peut nourrir une bulle temporaire n'importe où ailleurs. Est-ce une fatalité, ou bien la politique monétaire dans un pays donné a-t-elle le moyen d'atténuer les variations des prix d'actifs ? Ou des mesures budgétaires ?

Andrew Crockett : Vous évoquez là un phénomène que l'on a pris l'habitude de désigner sous le nom de procyclicité du système financier. Je ne suis pas sûr que l'on puisse complètement l'éliminer, mais on peut limiter certaines de ses conséquences néfastes. Cette procyclicité survient ainsi. Quand la croissance se développe, les rendements financiers s'améliorent, la valeur des garanties augmente, et les mauvais crédits se raréfient. Dès lors la perception du risque s'atténue, soutenant le cycle crédit, croissance, appréciation des actifs. À un certain stade le doute s'introduit et le processus s'inverse. Qu'est-ce que la politique peut y changer ? Tout d'abord, il importe de ne pas s'enfermer dans un corset de réglementations qui réagissent à des risques à court terme. Cela signifie que la supervision bancaire et financière doit insister sur une évaluation des risques à moyen terme. Cela veut dire aussi que la couverture des risques ne doit pas accorder une confiance excessive à la valeur des garanties. Maintenant, est-ce que la politique monétaire doit viser à atténuer les variations de prix d'actifs ? Personnellement, je crois que ce ne serait ni efficace ni opportun. Mais cela ne veut pas dire que les responsables de la politique monétaire ne devraient pas donner davantage de poids à l'évolution des prix des actifs dans l'élaboration de leurs décisions. Je crois que les Banques centrales commencent à s'en rendre compte. Pour ce qui est de la politique budgétaire, elle a moins de moyens d'action dans ce domaine, bien que quelques tentatives aient été faites, comme la progressivité de la taxe sur les achats immobiliers en Grande-Bretagne.

3

Robert Raymond : Quelle est votre opinion sur les risques suscités par les *hedge funds*, une catégorie d'institutions passablement hétérogène ?

Andrew Crockett : On a en effet assisté à quelques spectaculaires implosions de *hedge funds*, et je ne doute pas qu'il y en aura d'autres. Cela veut-il dire qu'il faut réglementer ? Je n'en suis pas sûr, et je pense qu'il faut réfléchir soigneusement aux conséquences qui en résulteraient avant d'agir, au lieu de le faire précipitamment. Une réglementation n'est justifiable que pour protéger les consommateurs vulnérables ou pour renforcer la stabilité du système financier. Pour l'instant, il n'est pas évident à mes yeux que l'une ou l'autre de ces menaces soient suffisamment sérieuse pour fonder une telle décision. Les investisseurs



dans les *hedge funds* sont des entités ou des individus qui se doivent d'avoir la capacité de protéger leurs intérêts. Et les défaillances enregistrées jusqu'à présent ont surtout nui aux investisseurs et aux gérants, sans affecter l'ensemble du système financier. Il importe néanmoins de rester vigilant. Si les placements dans des *hedge funds* devaient se diffuser à des investisseurs individuels moins bien armés et si le système financier au sens large devenait plus largement engagé, il serait bon de reconsidérer la supervision bancaire et financière sur ce point, en particulier d'élaborer un code de conduite sur la transparence.

Robert Raymond : Venons-en aux rapports entre le marché des capitaux européen et son environnement international. Y a-t-il place, dans le monde globalisé d'aujourd'hui, pour une stratégie authentiquement européenne, ou un ensemble de principes différenciant de ceux des États-Unis, du Japon ou d'autres pays ?

Andrew Crockett : Je ne pense pas qu'il puisse y avoir un corps de principes uniquement « européens », qui différerait de ceux adoptés aux États-Unis, au Japon ou n'importe où ailleurs, et comme le marché des capitaux devient global, je suis en faveur de solutions qui soient aussi globales. C'était l'approche du G30. En même temps, je suis de l'avis que le progrès ne consiste pas à s'aligner sur le moins-disant. En outre, il existe en Europe un impératif qui est de développer des principes communs et que l'on ne retrouve pas aux États-Unis et au Japon. Les États-Unis ont une économie à l'échelle d'un continent, avec un marché de capitaux unifié et des régimes légaux et fiscaux unifiés. L'Europe est faite d'une trentaine de pays au degré d'intégration beaucoup plus réduit. Le coût des opérations transfrontalières dans l'Union européenne est égal à plusieurs fois celui que l'on supporte aux États-Unis. Il est donc urgent de régler ce problème en Europe. Dans toute la mesure possible, il faudrait le faire en ayant en tête de faciliter les transactions avec les autres grands réservoirs de capitaux dans le monde. Des décisions récentes de l'Union Européenne, comme MiFID⁴ et le code de conduite pour les infrastructures, devraient faciliter cette évolution, mais il reste beaucoup à faire.

Robert Raymond : Avez-vous le sentiment que la coopération entre les régulateurs des différentes parties du monde est suffisante pour assurer la stabilité financière universellement ? On peut songer à l'application du ratio Bâle II, à la supervision des grandes institutions financières multipays : que se passe-t-il si une grande institution basée aux États-Unis et très active à Londres (ou vice-



versa, ou au Japon) devient illiquide ou insolvable ? Quelle autorité sera déclarée responsable ? Qui gèrera la crise ?

Andrew Crockett : Je n'ai plus de responsabilité officielle en matière de régulation. Mon impression est qu'il existe deux tendances légèrement contradictoires. Ce qui est positif, c'est que les occasions pour les régulateurs et superviseurs de se rencontrer ont augmenté et que l'esprit de coopération entre les personnes concernées s'est renforcé. En revanche nous sommes sans cesse confrontés à cette contradiction qui est que le marché et les institutions sont globaux, tandis que les autorités qui les réglementent sont nationales. Créées par des législations nationales, les règles adoptées ont souvent pour objectif de protéger des intérêts nationaux. Cela soulève un vrai problème si l'on envisage la faillite d'un acteur international majeur. Je pense que les superviseurs devraient prêter plus d'attention à cette question, en prenant pour base le réseau de contacts et de bonnes volontés qui a laborieusement été construit au cours des vingt dernières années. Je crois comprendre qu'une discrète coopération s'est déjà mise en place entre les superviseurs des institutions financières grandes et complexes.

Robert Raymond : La diversité des règles de protection du consommateur dans le monde est-elle justifiée ? N'entraîne-t-elle pas des coûts excessifs pour les banques et les compagnies d'assurance ?

Andrew Crockett : L'unification des règles de protection des consommateurs serait préférable, mais il est improbable qu'on l'obtienne dans un avenir prévisible. L'histoire, la situation économique et les institutions des différents pays sont trop diverses pour le permettre. Les sociétés de services financiers globales ont appris à vivre avec, même si cela augmente les coûts. Cependant j'espère qu'on parviendra à réduire certaines de ces divergences, qui sont superflues, par un dialogue entre l'industrie et la communauté des régulateurs. En fait une initiative de ce genre vient d'être lancée par l'Institute of International Finance. Parfois, les différences de réglementation sont de forme plus que de substance ; dans ce cas, il devrait être possible d'harmoniser la forme tout en conservant la substance.

Robert Raymond : Comment voyez-vous l'évolution des Bourses et des activités *post-trading* dans l'Union européenne ? Une plateforme commune peut-elle un jour convenir aux États-Unis et à l'Europe, à tel ou tel point de la chaîne des opérations : négociation, compensation, règlement-livraison, fonction de dépositaire ?



Andrew Crockett : Voilà une grande question, à laquelle il m'est impossible de répondre avec certitude. Certaines caractéristiques des Bourses de valeurs se prêtent à des économies d'échelle qui en font des candidates naturelles à la consolidation. Songez à la concentration de la liquidité, par exemple, ou à l'utilisation de puissantes plates-formes technologiques. En même temps, les différences entre les environnements réglementaires militent pour le maintien de Bourses nationales séparées. Et puis nous ne devons pas oublier que c'est un domaine en rapide progrès technologique. L'apparition de nouveaux réseaux de négociation peut modifier la structure optimale des Bourses d'une manière que nous ne pouvons pas encore apprécier. Mon sentiment est que nous allons assister à de nouvelles consolidations transfrontières à la fois des Bourses et des opérations *post-trading* ; il importe donc que soient maintenues des architectures ouvertes qui permettent à l'avenir une adaptation souple.

Robert Raymond : Comment jugez-vous, comme banquier international, la qualité et l'efficacité du dialogue transatlantique sur le marché des capitaux en vue de réduire différents écarts ? Quelles seraient vos recommandations ?

6

Andrew Crockett : J'ai pris part à diverses phases du dialogue Europe-Amérique et je pense qu'il s'améliore. De franches discussions conduisent nécessairement à une meilleure compréhension des contraintes et des objectifs de part et d'autre. Mais il y a encore d'importantes aires de désaccord ; les contraintes réglementaires et les normes comptables, pour n'en citer que deux. Je ne vois ce que je pourrais recommander pour réduire les écarts qui subsistent, sinon souligner l'importance de maintenir le dialogue et de se défaire de l'état d'esprit qui consiste à critiquer l'autre partie de ne pas vouloir s'aligner sur son propre point de vue.

Robert Raymond : Pouvons-nous dire aujourd'hui qu'il existe un véritable marché intérieur des capitaux dans l'Union européenne, malgré les éléments de segmentation qui demeurent ?

Andrew Crockett : Ce n'est pas une question à laquelle on peut répondre par oui ou non. Beaucoup de progrès ont été accomplis en direction d'un marché unique des capitaux dans l'Union européenne. Les contrôles des changes appartiennent au passé, beaucoup d'autres barrières aux transactions transfrontières ont été levées, il y a une monnaie unique pour 13 pays. Mais à d'autres points de vue le marché européen est toujours moins intégré que celui des États-Unis.



La manifestation la plus claire en est la disparité des coûts de règlement des transactions que l'on relève entre les États-Unis et l'Europe. Il faut encore œuvrer sur les barrières identifiées dans le rapport Giovannini⁵.

Aurait-il été utile (bien qu'il soit maintenant trop tard) de créer des infrastructures ou des systèmes, pour la négociation ou les activités *post-trading*, qui soient à l'échelle de l'Union européenne ou de la zone euro, de manière à assurer une meilleure efficacité, et en considérant que la compétence des régulateurs et des superviseurs est géographique ?

Robert Raymond : Aurait-il été utile (bien qu'il soit maintenant trop tard) de créer des infrastructures ou des systèmes, pour la négociation ou les activités *post-trading*, qui soient à l'échelle de l'Union européenne ou de la zone euro, de manière à assurer une meilleure efficacité, et en considérant que la compétence des régulateurs et des superviseurs est géographique ?

Andrew Crockett : Le modèle du DTCC⁶ américain, prestataire de services unique dans son domaine, présente d'évidents attraits en termes d'économies d'échelle. Toutefois, si l'infrastructure centralisée de *post-trading* peut se révéler plus efficace au moment de son introduction, elle peut aussi s'enfermer dans un système qui deviendra suboptimal à mesure que la technologie évoluera. Le dilemme consiste à combiner les gains en efficacité résultant de la dynamique concurrentielle avec la réduction plutôt statique des coûts due à la consolidation et aux économies d'échelle subséquentes. En fin de compte, je pense que l'Europe évoluera vers des infrastructures à l'échelle de l'Union. Cela vaut la peine d'essayer, en veillant à ce que l'on adopte des systèmes bien adaptés au marché et à ce que l'innovation se poursuive.

Robert Raymond : L'euro demande-t-il des systèmes ou des réglementations propres à sa zone monétaire ? En d'autres termes, l'existence de diverses monnaies nationales et Banques centrales à côté de l'euro et de la BCE réduit-elle l'efficacité du marché financier dans l'Union européenne ?

Andrew Crockett : Il me paraît possible de bénéficier de presque tous les avantages d'un marché financier intégré malgré l'existence de plusieurs monnaies nationales. Certes, l'existence de monnaies différentes ajoute un élément de risque et de complexité au règlement et à la livraison, mais ce sont des questions techniques et non fondamentales. Même si l'euro devenait la monnaie de tous, il existerait d'autres monnaies dans le reste du monde, et il resterait désirable d'aller vers un marché global des capitaux.



Robert Raymond : L'arrangement du *lead supervisor*⁷ vous apparaît-il comme une étape ou le stade final de l'intégration de la supervision des banques et des assurances dans l'Union européenne ?

Andrew Crockett : De nouveau, j'hésite à donner mon point de vue dans un domaine où je n'exerce plus de responsabilité directe. Je considère l'arrangement en question comme une étape utile, bien que, comme d'autres l'ont souligné, il ne soit pas une panacée et demande à être appliqué avec soin. En fait, je vois un besoin pour une infrastructure claire de surveillance des institutions qui, étant présentes dans plusieurs pays, déploient leurs activités sous des régimes juridiques différents. Peut-être, dans un avenir lointain, l'Europe franchira-t-elle de nouvelles étapes en se dotant d'une structure réglementaire réellement consolidée. C'est une solution plus claire et plus efficace. Toutefois les faits suggèrent qu'il faudra du temps pour trouver un support politique à ce projet, même au sein de l'Union européenne. Et ensuite, il restera nécessaire d'évoluer vers un marché financier global.

Robert Raymond : Même question sur le processus Lamfalussy concernant la réglementation : une étape ou une organisation bien au point ?

Andrew Crockett : Même réponse. Je considère cette procédure comme ingénieuse et constructive. Elle ménage les intérêts gouvernementaux et législatifs tant nationaux que de l'Union. C'est peut-être la seule approche qui permette d'assurer une régulation effective dans une communauté de 27 membres sans provoquer de blocage. À plus long terme, si l'Europe devient politiquement plus intégrée, il sera possible d'envisager un système supérieur et plus rationnel. Il faut toutefois se rappeler que la démocratie ne repose pas sur la recherche de l'efficacité, mais sur les préférences des peuples.

Robert Raymond : Sommes-nous loin du degré optimal de concentration dans les secteurs des banques et des assurances en Europe ?

Andrew Crockett : Je pense qu'il y a encore du chemin à parcourir. Beaucoup a été fait à l'intérieur des marchés nationaux, mais nous sommes seulement au début de la consolidation entre pays. Il y a au moins deux raisons à la lenteur observée jusqu'à présent. L'une est la préférence solidement enracinée dans divers pays pour des produits de banque et d'assurance différents. Cela veut dire que les



économies d'échelle liées à l'offre d'un même produit sont moindres. Les plates-formes technologiques doivent être adaptées à des usages ou des réglementations qui diffèrent selon les pays. Une seconde raison tient à certaines contraintes externes qui limitent la possibilité de réduire les coûts. Souvent, l'attrait d'une fusion est la suppression des duplications entre services, particulièrement dans la sphère technologique. Cela implique des réductions d'effectifs. Or elles peuvent être extrêmement coûteuses en Europe. À mesure que la flexibilité du marché de l'emploi augmentera, on peut s'attendre à ce que la consolidation s'accélère.

NOTES

1. Les dépositaires tiennent les comptes de titres par valeur au nom de leurs clients investisseurs, les dépositaires centraux tiennent les comptes des lignes de titres émis par émetteur.
2. Groupe d'une trentaine d'experts de très haut niveau, venant tant du secteur privé que du secteur public de divers pays, fondé en 1978, actuellement présidé par Paul Volker, ancien président du Federal Reserve System. Cette institution joue le rôle d'un *think tank* dans les domaines économique, monétaire et financier.
3. Association internationale créée en 1983 et regroupant les plus grandes institutions financières privées.
4. Markets in Financial Instruments Directive. Directive européenne adoptée en 2006, applicable au 1^{er} novembre 2007, visant notamment à déréglementer les Bourses de négociation de titres.
5. Le Groupe Giovannini est un groupe consultatif d'experts des marchés financiers auprès de la Commission européenne.
6. Acronyme qui désigne le dépositaire central unique des États-Unis - Depository Trust and Clearing Corporation.
7. Accord entre les autorités de contrôle des pays membres, par lequel celle du pays du siège d'une institution financière active dans plusieurs pays aura la responsabilité de la supervision de l'ensemble du groupe, avec le cas échéant le concours des superviseurs des autres pays concernés.

