

Brussels, June 1967
P - 36

INFORMATION MEMO

The Commission has just approved the general findings of the report on the development of a European capital market worked out, at its request, by a group of independent experts under the chairmanship of Professor C. Segré. At the same time it has drawn up the programme of work to be carried out in this field.

The report of the Group of Experts has just been published in the four Community languages and in English.

The special feature of this report lies in the fact that it adopts from the outset a Community approach and makes its analysis with an eye to the conditions and the probable implications of setting up a European capital market and the obstacles that will be encountered.

The report begins by defining the foundations of and conditions for developing a European capital market, pinpointing the structural problems common to the markets of the Member States and examining the financial links that already exist between them. It then shows that the establishment of a European capital market will involve certain adjustments in the way the economic policies of the Member States are applied.

This statement of principles leads on to a body of concrete proposals which make allowance for the differences which at the outset still exist in the situations in the different countries. The proposals refer mainly to:

- (i) The widening of credit channels, a problem which affects in particular medium- and long-term credit for industrial equipment, lending to the housing sector and lending to local authorities;
- (ii) Integration of the securities markets and the increase in their contribution to the financing of investments;
- (iii) The removal of obstacles, mainly of a technical nature, which may impede the balanced development of a European capital market and which result from the differences in the ways the financial institutions are regulated or from the existence of exchange risks and disparities in the system of taxation.

Analysis of the report

1. Origin

The aim of the report is to give an overall view of the objectives, methods and implications of the establishment of a European capital market; it was commissioned because of the difficulties encountered in the efforts to make further progress through directives based on Article 67.

The Treaty provides for the progressive liberalization of capital movements "to the extent necessary for the proper functioning of the Common Market". The two directives adopted in 1960 and 1962 in implementation of Article 67 have made it possible to ensure the permanent elimination of exchange restrictions which had applied to certain important categories of transaction.

Later, when the draft of a third directive designed to remove obstacles due to laws, regulations and administrative rules was discussed in the Council, it was found that certain Member States wished to make approval of these new measures dependent on the striking of a better balance between the commitments undertaken by the various member countries with regard to liberalization. In consequence, the Commission has recently submitted to the Council a new version of the draft.

Meanwhile the liberalization of capital movements has been going through a period of relative stagnation, and though it is to be carried through in the course of the transitional period "to the extent necessary for the proper functioning of the common market", it is today lagging behind. The slowness in this field is particularly evident when compared with the progress made in others, such as general economic integration or common policies.

The discussions in the Community institutions have shown that the delay involved must be seen in connection with the wider problem of establishing a truly European capital market; the reserves about new liberalization measures stem in part from the fact that the advantages a market of European dimensions could offer are not at first entirely evident, any more than are the methods which should be applied to secure these advantages.

2. Foundations of a European capital market

The Group of Experts holds that proof of the need for such a market is first of all provided by the simple fact that there could be serious distortions in the location of investments and in the methods of financing them if restrictions on the free movement of capital were maintained.

As a result of the squeeze on profit margins and of the need for adapting their structure to the dimensions of the common market, enterprises have of late experienced an appreciable expansion of their need for borrowed capital, and this makes the creation of a European capital market even more urgently necessary.

But it is not only the customs union which provides the justification for such a market. It is both the complement of and one of the conditions for the implementation of the several common policies: policy of balanced growth, competition policy aimed at the establishment of conditions where enterprises can obtain finance on fair terms, regional policy and transport policy, policy of aid to overseas countries and associated countries. The success of some of these policies will depend largely on the European financial institutions, the Coal and Steel Community and the European Investment Bank, being able to draw more heavily on the capital market.

.../...

Lastly, the establishment of a European capital market, which even today is an essential element that can contribute to the smooth working of the present payment system, based on fixed rates of exchange and complete freedom for current transactions, is also an important factor in attaining monetary union within the Community.

Apart from these arguments drawn from the objectives of the EEC, there are the advantages which result from the fact that a European market would make it easier to solve the main common problems with which the markets of the Member States are confronted.

The problem most frequently raised is that of the shortage of funds when compared with the amount of capital needed for productive investments, by local authorities and in the housing sector. Although the concept of a shortage of capital can be disputed, it is certain that a European capital market would make it possible to increase the supply of capital seeking investment. By offering savers new investment outlets and by improving the operation of the markets, this European market would stimulate financial saving and would not only lead to aggregation of the funds available at present on the six markets but would make for a further increase in these funds.

On the other hand the report brings out clearly that the setting up of a European capital market would make it possible to attract a larger volume of investment from the financial institutions which are "transforming" short- and medium-term deposits into more stable investment. In a wider market, recourse to such "transformation" could be intensified while the risk involved would be smaller. It would thus be made easier to overcome the problem, common to all member countries, of the excessive liquidity preference shown by savers.

The narrowness of the national securities markets, which is the cause of their main operating deficiencies, could itself be overcome by action to reduce their fragmentation. By providing for a greater volume of transactions one could thus improve the adaptation of supply and demand. This improved adaptation would in turn lead to a reduction of the fluctuations due to the several countries being at different stages in the economic cycle.

Based on an analysis of the present structure of the capital markets of the Member States and of the policies governing the development of these markets, the report draws up recommendations concerning the adaptations which will be necessary if a European market is to be built up, adaptations which would concern the public authorities on the one hand and, on the other, the financial institutions and the market mechanisms.

3. Adaptation of economic policies

The reforms to be undertaken can be summarized by saying that they do not call for the abandonment of existing objectives but for a choice of economic policy instruments which will be more neutral in their effect on the working of the capital market, and for a closer co-ordination of economic policies.

The main difficulties in the field of monetary policy flow from the need to reconcile its application for ends of short-term economic policy, which may differ from country to country, with freedom of movement for capital. The links already created between capital markets and money markets have reduced the field of action of national monetary policies. Only close co-ordination and

a certain measure of harmonized action by the member countries are likely to leave these policies the efficiency that is required. The solution of this problem is to be found in more rapid intervention and more systematic use of the instruments of budget policy. So far there has perhaps been an unduly strong tendency to rely on monetary policy when adjustments had to be made and not to take sufficiently vigorous action to influence aggregate demand and, in particular, public spending.

Regulation of the capital market will have to be pursued through co-ordination of the steps taken by Member States to prevent short-term fluctuations and even more through harmonization of the ways in which "queues" are established for the floating of domestic and foreign loans. Regular meetings between representatives of the authorities supervising the markets could give institutional backing to this co-ordination.

Action to stimulate saving should be intensified but might need modification to ensure that the incentives are not distributed in a way which would influence the choice of the type and place of investment. Savings should therefore not be confined within too specialized channels unless there is a special shortage, as is or has been the case in certain countries with regard to the housing sector.

Direct control over the means of finance as a method of guiding investment should be reduced and preference should be given to instruments such as tax benefits, investment premiums, interest rebates, government credit guarantees, all of which influence investors' demand for capital. An objective definition should also be given of the conditions to be met by investors in order to qualify for these benefits, and the benefits should then be granted to any firm which meets these conditions.

Care must be taken to ensure that when public authorities and public enterprises float loans, they are not given excessive advantages over other borrowers. At the same time, the pressure of demand from borrowers must be contained within limits which are compatible with the balance of the market and which, in addition, make it possible to satisfy other needs. Here the inadequacy of saving by the public authorities should be countered by arranging that tax receipts should be adequate and the charges made by public service enterprises fixed in a way that enabled them at least to cover operating expenses and renewal of plant and equipment.

4. Adaptations among the financial institutions

Although the financial institutions will undoubtedly make a spontaneous effort to adapt themselves to the scale of the European market, the Group of Experts has considered that in too many instances there were certain obstacles which prevented them from taking part in international financial transactions, and that these obstacles led to fragmentation of the market. Consequently changes appear to be needed in order:

.../...

- (i) To remove the remaining exchange restrictions, as it is just transactions of a financial nature which are affected by such restrictions;
- (ii) To provide for greater flexibility in the rules and regulations under which the financial institutions operate and which unduly hamper their activities both at domestic and international level - and in particular to revise the rules governing investment by institutional investors;
- (iii) To remove the tax obstacles in the way of financial transactions between member countries, particularly double taxation;
- (iv) To establish conditions of internal monetary stability and restore confidence in the stability of the exchange rates in such a way that it would be possible to overcome the exchange risk obstacle, which inhibits the development of international financial transactions.

To go into the details of the numerous proposals of a technical nature made by the Group of Experts would be impossible; they are the essence of the report and their gradual implementation will call for action at several levels.

Proposals are put forward for the various types of financial institutions: open-end and closed-end investment companies, insurance companies, savings banks, banks, specialized credit institutions. Generally, they are designed:

- (i) To create the conditions for an expansion of the activities of these institutions at European level with regard to both the collection and the investment of funds and the whole of their active and passive operations;
- (ii) To reduce the excessive specialization which has sometimes been a characteristic of some of these institutions and which, by unduly limiting their field of action at home, could put them at a disadvantage in relation to institutions which fulfil the same functions in the other member countries;
- (iii) To maintain and sometimes tighten the minimum rules, particularly with regard to information and the guarantees which are necessary on the one hand for the protection of savers who entrust their funds to these institutions and, on the other, for the preservation of the special functions assigned to these institutions in connection with national financial policies.

A revision of these laws and regulations should provide the setting for a gradual interpenetration of the capital markets of the six member countries in the field of medium- and long-term credit for industrial equipment, for a certain lowering of the barriers separating the Community countries in the field of credit to the housing sector and credit to local authorities, and lastly for an integration of the securities markets.

5. Features of the European capital market in process of formation

The Group of Experts points out repeatedly that in its view the establishment of a European capital market is a gradual process. It has

already started and the degree of interpenetration of the national markets is more appreciable than the balance of payments statistics would suggest - as can be seen in the substantial reduction that has occurred in the differences in interest rates, in the volume of Euro-bond issues and foreign issues in local currency, and in the numerous links and flexible forms of co-operation which have been established between the financial institutions.

The European market will continue to develop step by step, making gradual adaptations without upsetting the markets. Several Member States have taken unilateral action to develop their financial centre and the international activity of their institutions. Some of the measures taken will, however, need to be slightly recast if they are all to pull in the same direction; their co-ordination would be the best guarantee for their efficacy. Other concrete measures will have to be taken without making their adaptation dependent on preliminaries which would result in the obstruction of further progress. In this field it is therefore essential that there should be a political will to make progress.

This market will therefore be a result of action to extend the activity of the national financial institutions to the European scale and of the increasingly close but extensive network of links which will develop between them, savers and borrowers. The financial institutions of each country have to play their full role in the development of the network which will constitute the European capital market. How easily and how well they will be able to play their role depends on how far the public authorities make it possible for them to take part in international financial transactions. If the public authorities help, there is no reason why these transactions should be concentrated in one of the countries. Each financial centre has been able to develop techniques which have their advantages. If any of these proves superior to the others, it will be generally adopted throughout the Community.

The Group explicitly deals with the problem of the links between this European market and the major financial centres of the non-member countries. The main feature of a highly developed capital market is the quality of its links with all countries, both for the collection and the use of funds: it is inconceivable that a capital market should be set up by the Six for the exclusive use of the Six. This would be contrary to the outward looking character of the Community, and it would moreover be impracticable. All international financial operations which in practice are carried out on the Euro-bond and the Euro-dollar markets are a result of co-operation between European financial institutions and those in non-member countries. This co-operation is a fruitful one. There is no reason why it should stop in the future. A European capital market will therefore be an outward looking market and will be in contact with the other major markets of the non-member countries.

It must also be noted that the Group of Experts does not recommend the introduction of a system of complete freedom on the capital market, and that there are consequently no grounds for a major debate on the "free" or "managed" nature of the European market which is to emerge from this development. It is obvious that this dilemma does not present itself in such abrupt terms and that at European level the reality will lie mid-way between these extremes, as it already does within the Member States. All markets are, for instance, already familiar with the practice of issue queues, the difference lying rather in the degree of independence (from the public authorities) enjoyed by the authority which establishes the queue. Similarly, in all Community

countries the credit channels operate under the supervision of the monetary authorities, even though the extent of intervention and the instruments used differ somewhat. It would not be very realistic to suppose that the European capital market could get along without need for similar supervision. The mechanisms of the market must be enabled to function normally, but they will be able to play their role only within the framework of policies which reflect collective preferences. As the national policies for regulation of the capital market lose their effectiveness with the freeing of capital movements, alternative machinery may have to be set up at European level.

Be this as it may, it would be expedient to co-ordinate here and now the short-term measures by which the authorities supervise their national markets by means of regular meetings between their representatives. Moreover, financial programming will make clear the role the market has to play in the financing of investment and will make it possible to follow its evolution in the medium term.

Bruxelles, juin 1967.
P-36

NOTE D'INFORMATION

Rapport sur le développement d'un marché européen des capitaux :

La Commission vient d'approuver les orientations générales du rapport sur le développement d'un marché européen des capitaux, dont elle avait chargé un groupe d'experts indépendants sous la présidence du professeur C. Segré. Elle a en même temps défini le programme des travaux devant être entrepris en cette matière.

Le rapport du groupe d'experts vient d'être publié dans les quatre langues de la Communauté ainsi qu'en langue anglaise.

L'originalité de ce rapport est de situer d'emblée l'approche au niveau communautaire et de centrer l'analyse sur les conditions, obstacles et implications probables de la constitution d'un marché européen des capitaux.

Le rapport définit tout d'abord le fondement et les conditions de développement d'un tel marché, en faisant le point des problèmes de structure communs aux marchés des pays membres et de l'étendue des relations financières qui se sont d'ores et déjà nouées dans le cadre communautaire. Il précise ensuite comment la réalisation d'un marché européen des capitaux implique divers aménagements dans la mise en oeuvre des politiques économiques des pays membres.

Cet exposé de principe introduit un ensemble de propositions concrètes tenant compte de la diversité, au départ, des situations nationales. Ces propositions concernent essentiellement :

- l'élargissement des circuits du crédit, problème qui se pose notamment pour les crédits d'équipement industriel à moyen et à long terme et pour les crédits en faveur du logement et des équipements collectifs locaux;
- l'intégration des marchés des valeurs mobilières et l'accroissement de leur rôle dans le financement des investissements;
- l'élimination d'obstacles de caractère essentiellement technique qui peuvent s'opposer au développement équilibré d'un marché européen et qui tiennent aux disparités des régimes de fonctionnement et de contrôle des institutions financières, à l'existence de risques de change et aux différences entre les régimes fiscaux.

Analyse du rapport

1. Origine

Le rapport a pour but de donner une vue d'ensemble des objectifs, modalités et implications du développement d'un marché européen des capitaux. Son origine s'explique par les difficultés rencontrées dans la réalisation de nouveaux progrès par la voie de directives basées sur l'article 67.

Une libération progressive des mouvements de capitaux "dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du Marché commun" a été prévue dans le Traité. Les deux directives prises en 1960 et 1962, en application de l'art. 67, ont permis de supprimer de façon irréversible les restrictions de change pour des catégories importantes de transactions.

Depuis lors, un projet de troisième directive, visant à l'élimination d'obstacles législatifs, réglementaires ou administratifs s'est heurté au cours des discussions devant le Conseil au désir de certains États membres de subordonner l'acceptation de ces nouvelles mesures à ^{un} meilleur équilibre entre les engagements consentis par les divers pays partenaires en matière de libération. La Commission a ainsi été amenée récemment à transmettre au Conseil une nouvelle version de ce projet.

Ainsi-a-t-on assisté à une relative stagnation des progrès en matière de libération des mouvements de capitaux et cette libération, qui doit être réalisée "dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du marché commun", au cours de la période de transition, enregistre aujourd'hui un retard. Celui-ci est d'autant plus évident que des progrès accélérés ont été réalisés en d'autres domaines, qu'il s'agisse du développement de l'intégration économique générale ou de la définition de politiques communes.

Les débats qui ont eu lieu au sein des instances communautaires ont montré que le retard en cause devait être rattaché au problème plus large de la construction d'un véritable marché européen des capitaux et que les réticences à l'égard de nouvelles mesures de libération étaient liées au fait que l'ensemble des avantages que pourrait offrir un marché de dimension européenne n'apparaissaient pas évidents d'emblée, pas plus que les modalités selon lesquelles il serait souhaitable de le réaliser.

2. Fondements d'un marché européen des capitaux

De l'avis du Groupe d'experts, la nécessité d'un tel marché procède tout d'abord de l'observation évidente que des distorsions graves pourraient affecter la localisation des investissements et leur financement si la liberté de mouvement des capitaux demeurerait soumise à des restrictions.

L'accroissement considérable des besoins des entreprises en capital externe qui s'est manifesté récemment en raison du retrécissement des marges bénéficiaires et de la nécessité d'adapter les structures des firmes aux dimensions du Marché commun appelle, de façon plus impérieuse encore, un marché européen des capitaux.

Mais ce n'est pas seulement dans l'union douanière que l'on trouve la justification d'un tel marché. Il apparaît en effet comme le complément et l'une des conditions de la réalisation des diverses politiques communes : politique de croissance harmonisée, politique de concurrence tendant à réaliser des conditions équitables de financement des entreprises, politique régionale et politique des transports, politique d'assistance financière aux pays d'outre-mer et aux pays associés. Certaines de ces politiques impliquent notamment que les institutions financières européennes, CECA et BEI, puissent recourir plus intensément au marché des capitaux.

Enfin, la réalisation d'un marché européen des capitaux qui constitue d'ores et déjà un élément essentiel pouvant faciliter le fonctionnement sans heurts du régime actuel des paiements qui est fondé sur des taux de change fixes et sur une liberté totale des transactions courantes, est aussi un facteur très important de la constitution d'une union monétaire au sein de la Communauté.

A ces justifications tenant aux objectifs de la CEE s'ajoutent les avantages tenant au fait qu'un marché européen permettrait de résoudre plus aisément les principaux problèmes communs que connaissent les marchés des Etats membres.

Le problème le plus souvent évoqué est celui de l'insuffisance relative de capitaux compte tenu de l'ampleur des besoins pour les investissements productifs, pour les équipements collectifs et pour le logement. Bien que la notion de pénurie de capitaux puisse être contestée, il est certain qu'un marché européen des capitaux permettrait d'accroître l'offre de capitaux disposée à s'investir. En effet, en offrant de nouvelles occasions de placement aux épargnants, et en améliorant le fonctionnement des marchés, il stimulerait l'épargne financière et aboutirait non seulement à juxtaposer les ressources actuelles des six marchés, mais encore à les développer.

Le Rapport met en évidence, d'autre part, le fait que la création d'un marché européen des capitaux permettrait d'accroître les placements des institutions effectuant la "transformation" de dépôts à court et moyen terme en placements plus stables. En effet, le recours à la "transformation" pourrait être plus intensif tout en présentant moins de risques dans un cadre élargi. Ainsi porterait-on remède plus facilement au problème, commun à tous les pays membres, de l'excessive préférence des épargnants pour la liquidité.

L'étroitesse des marchés nationaux de valeurs mobilières qui est cause de leurs principaux défauts de fonctionnement pourrait elle-même être surmontée par un décloisonnement de ces marchés. Ainsi, par de plus larges échanges, favoriserait-on un meilleur ajustement de l'offre et de la demande. Ce meilleur ajustement aurait lui-même pour conséquence de réduire les fluctuations résultant des déphasages conjoncturels entre les économies.

S'appuyant sur une analyse de la structure actuelle des marchés des capitaux des Etats membres et des politiques qui en déterminent l'évolution, le Rapport formule des recommandations concernant les adaptations nécessaires pour le développement progressif d'un marché européen des capitaux qui devraient être introduites d'une part au niveau des pouvoirs publics et d'autre part au niveau des institutions financières et des mécanismes de marché.

3. Adaptations requises dans les politiques économiques

On peut schématiser les réformes à entreprendre en disant qu'elles impliquent non pas l'abandon des objectifs poursuivis, mais le choix d'instruments de politique économique plus neutres à l'égard du fonctionnement du marché des capitaux et une plus étroite coordination entre ces politiques.

En matière de politique monétaire, les principales difficultés découlent de la nécessité de concilier son emploi à des fins conjoncturelles qui peuvent différer d'un Etat membre à l'autre, et la liberté des mouvements de capitaux. L'interconnexion déjà réalisée entre les marchés des capitaux et les marchés

monétaires a réduit le champ d'action des politiques monétaires nationales. Seules, une étroite coordination et certaines harmonisations entre Etats membres sont susceptibles de conserver à ces politiques une efficacité suffisante. La solution réside dans une plus grande rapidité d'intervention, et dans un recours plus systématique aux instruments de politique budgétaire. Il y a peut-être eu jusqu'ici une tendance excessive à compter sur la politique monétaire pour réaliser les ajustements et à ne pas faire suffisamment porter les efforts sur l'ensemble de la demande globale et en particulier sur les dépenses publiques.

En matière de politique de régulation du marché financier, il s'agit de coordonner les interventions des Etats membres, visant à prévenir des fluctuations à court terme, et en particulier d'harmoniser les procédures d'établissement du calendrier des émissions nationales et étrangères. Des réunions périodiques des représentants des autorités de tutelle des marchés pourraient constituer le support institutionnel de cette coordination.

Les politiques de stimulation de l'épargne devraient être renforcées mais parfois aménagées de façon à ce que l'attribution des stimulants n'influe pas sur le choix du placement ni sur sa localisation. Il conviendrait donc de ne pas cloisonner l'épargne dans des circuits trop spécialisés à moins que n'existe une pénurie particulière, comme cela est ou a été le cas dans certains pays pour le logement.

En ce qui concerne les politiques d'orientation sélective des investissements, il conviendrait de réduire les interventions directes sur les moyens de financement et de recourir plutôt à des instruments, tels que les avantages fiscaux, primes d'équipement, bonifications d'intérêt, garanties de bonne fin des crédits, qui agissent sur la demande de capitaux des investisseurs. Il conviendrait aussi de définir objectivement les conditions à remplir pour bénéficier de ces avantages et de les accorder ensuite à toutes les firmes remplissant ces conditions.

En matière de politique de financement des administrations et des entreprises publiques, il s'agit d'une part de veiller à ce qu'elles recourent à l'emprunt sans privilège exorbitants par rapport aux autres émetteurs et d'autre part de contenir les demandes de ces emprunteurs dans une mesure qui soit compatible avec l'équilibre du marché et qui permette aussi la satisfaction des autres besoins. A cette fin, il conviendrait notamment de remédier à l'insuffisance de l'épargne des administrations publiques en désageant les recettes fiscales appropriées et d'adapter les prix des services publics de manière à couvrir au moins les dépenses d'exploitation et de renouvellement des équipements.

4. Adaptations requises au niveau des institutions financières

Le groupe d'experts a estimé que, si l'on peut sans doute compter sur un effort spontané d'adaptation des institutions financières aux dimensions du marché européen, leur participation aux transactions financières internationales se heurte trop souvent à certains obstacles qui sont cause d'un cloisonnement entre les marchés. Des réformes

apparaissent donc nécessaires pour:

- supprimer les restrictions de change subsistantes qui portent précisément sur les opérations de nature financière,
- assouplir les réglementations auxquelles sont assujetties les institutions financières - lesquelles limitent trop étroitement leur activité tant sur le plan interne que sur le plan international - et en particulier réviser les règles de placement des investisseurs institutionnels,
- supprimer les entraves fiscales aux opérations financières entre pays membres, et surtout les doubles impositions,
- créer les conditions de la stabilité monétaire interne et renforcer la confiance dans la stabilité des taux de change, de façon à aplanir l'obstacle du risque de change qui freine le développement des transactions financières internationales.

Il est impossible d'entrer dans le détail des multiples propositions de nature technique du groupe d'experts; elles constituent la partie essentielle du rapport et leur mise en oeuvre progressive demandera une action sur plusieurs plans.

Des propositions sont présentées pour les divers types d'institutions financières: sociétés d'investissement et fonds communs de placement, compagnies d'assurances, caisses d'épargne, banques, institutions spécialisées de crédit. Elles tendent, d'une manière générale:

- à créer les conditions d'un élargissement de l'activité de ces institutions au plan européen en ce qui concerne tantôt la collecte ou l'emploi des ressources, tantôt l'ensemble de leurs opérations actives et passives,
- à atténuer la spécialisation excessive qui a parfois caractérisé certaines de ces institutions et qui, limitant par trop leur champ d'action sur le plan interne, risquerait de les défavoriser par rapport aux institutions remplissant les mêmes fonctions dans les autres pays membres,
- à maintenir et parfois à renforcer un nombre minimum de règles, notamment en matière d'information et de garanties, qui sont nécessaires d'une part pour assurer la protection des épargnants qui confient leurs fonds à ces intermédiaires et d'autre part pour préserver les missions particulières qui sont assignées à ces institutions au sein des politiques financières nationales.

Une révision de ces réglementations devrait permettre une interpénétration progressive des marchés des capitaux des six pays partenaires dans le domaine du crédit à moyen et long terme à l'équipement industriel, un certain abaissement des cloisonnements intracommunautaires dans le domaine du crédit à la construction de logements et du crédit en faveur de l'équipement des collectivités locales, enfin une intégration des marchés de valeurs mobilières.

5. Caractéristiques du marché européen des capitaux en voie de formation

Le concept exprimé à plusieurs reprises par le groupe d'experts est que la réalisation d'un marché européen des capitaux est un

processus graduel. Elle a déjà commencé et le degré d'interpénétration des marchés nationaux est plus appréciable que ne le font apparaître les statistiques de balance des paiements, comme en témoignent le rapprochement substantiel intervenu entre les taux d'intérêts, l'ampleur des pré-émissions et des émissions étrangères en monnaie locale, les multiples liens et formes souples de coopération qui se sont établis entre les institutions financières.

Elle continuera à se faire progressivement, par des adaptations successives évitant tout bouleversement des marchés. Plusieurs Etats membres ont pris unilatéralement des mesures aptes à développer leur place financière et l'activité internationale de leurs institutions. Certaines de ces mesures nécessitent par contre des retouches pour être convergentes. La coordination de ces efforts serait la meilleure garantie de leur efficacité. D'autres mesures concrètes devront être prises sans subordonner leur adaptation à des préalables qui auraient pour effet de bloquer de nouveaux progrès. Aussi une volonté politique d'avancer est-elle essentielle dans ce domaine.

Ce marché résultera donc de l'extension du champ d'activité des institutions financières nationales à l'échelon européen et du réseau de plus en plus étendu et serré de liens qui s'établira entre elles, avec les épargnants et les demandeurs de capitaux. Les institutions financières de chacun des pays ont toutes leur rôle à jouer dans le développement du réseau que constituera le marché européen des capitaux. Elles le joueront d'autant plus facilement et d'autant mieux que les pouvoirs publics les mettront en mesure de participer aux transactions financières internationales. Si tel est le cas, il n'y a pas de raison d'attendre une centralisation de ces transactions dans un des pays. Chaque place financière a su développer des techniques qui ont leurs avantages. La supériorité éventuelle de certaines de ces techniques, si elle s'affirme, aura pour seule conséquence leur généralisation dans l'ensemble de la Communauté.

Le Groupe aborde explicitement le problème des liaisons de ce marché européen avec les grandes places des pays tiers. Ce qui caractérise un grand marché des capitaux, c'est la qualité de ses liaisons avec tous les pays, tant du côté de la collecte que de l'emploi des fonds: il n'est pas concevable de faire un marché des capitaux à six et seulement à l'usage des six. Ce serait contraire à la vocation ouverte sur l'extérieur de la CEE et, au reste, ce serait irréalisable. Toutes les opérations financières internationales qui, en pratique, se font sur le marché des euro-émissions et sur celui de l'euro-dollar résultent de la collaboration entre institutions financières européennes et institutions des pays tiers. Cette coopération est fructueuse. Il n'y a pas de raisons qu'elle cesse à l'avenir. Un marché européen des capitaux sera donc ouvert sur l'extérieur et en liaison avec les autres grands marchés des pays tiers.

Il est également important de noter que le Groupe d'experts ne préconise pas l'instauration d'un régime de liberté totale sur le marché des capitaux et que, par conséquent, il serait injustifié d'instaurer un débat important sur le caractère "libre" ou "dirigé" du marché européen qui doit résulter de cette évolution. Il est évident que le dilemme ne se pose pas en termes aussi abrupts et que la réalité se situera à mi-chemin entre ces extrêmes sur le plan européen comme elle s'y situe déjà à l'échelle des Etats membres. Tous les marchés connaissent par exemple la pratique du calendrier des émissions, les nuances portant plutôt sur le degré d'indépendance - à l'égard des pouvoirs publics -

de l'autorité qui établit ce calendrier. De même, les circuits du crédit sont placés sous la tutelle des autorités monétaires dans tous les pays de la Communauté, même si l'ampleur de leurs interventions et les instruments utilisés diffèrent quelque peu. Il serait peu réaliste d'imaginer que le marché européen des capitaux puisse ignorer des impératifs du même ordre. Il s'agit certes de permettre un fonctionnement normal des mécanismes de marché mais ceux-ci ne rempliront leur mission que dans le cadre de politiques exprimant les préférences collectives. Dans la mesure où, du fait de la libération des mouvements de capitaux, les politiques nationales de régulation des marchés des capitaux deviendraient inefficaces, il pourrait être nécessaire de mettre en place des mécanismes de régulation au niveau européen.

En tout état de cause, il serait opportun d'ores et déjà de coordonner les interventions à court terme des autorités de tutelle des marchés nationaux au cours de réunions périodiques de leurs représentants. Par ailleurs, une programmation financière viendra situer la place du marché dans le financement des investissements et permettra de suivre son évolution à moyen terme.

-:~::~~::~~::~~::~-