

Institut d'études politiques de Paris

ECOLE DOCTORALE DE SCIENCES PO

Programme doctoral de sociologie

**Max Planck Sciences Po Center on Coping with Instability in Market Societies
(MaxPo)**

Doctorat en sociologie

Discours économique et intégration européenne des marchés

Le problème d'infrastructures financières

Résumé longue en français

Troels Magelund Krarup

Thèse dirigée par Cornelia Woll, professeur en science politique

soutenue le 4 novembre 2016

Jury :

M. Christian Borch, Professor, Copenhagen Business School

M. Olivier Godechot, Directeur de recherche CNRS, Sciences Po

M. Yuval Millo, Professor, University of Warwick (rapporteur)

M. Fabien Muniesa, Maître de recherche, École nationale supérieure des mines de Paris (MINES ParisTech) (rapporteur)

M. Leonard Seabrooke, Professor, Copenhagen Business School

M^{me} Cornelia Woll, Professeur, Sciences Po

Résumé longue en français

1. Introduction

Malgré le long chemin déjà parcouru depuis le traité de Rome (1958), l'introduction de la monnaie unique (1999) et, plus récemment, l'harmonisation et la libéralisation des marchés boursiers, les efforts en vue d'un marché financier européen unique et intégré se poursuivent – avec des projets comme l'Union bancaire et l'Union des marchés des capitaux – et paraissent encore loin de leur aboutissement. Moins suivie par le grand public et les sciences sociales, l'intégration des *infrastructures* centrales du marché financier n'est toujours pas achevée quinze ans après le passage à l'euro. Un système provisoire paneuropéen de paiement nommé Target a été établi entre les banques centrales en 1999. Son successeur Target2, plus permanent, n'est entré en scène qu'en 2007. Un troisième projet plus large et plus complexe en vue de l'harmonisation et de l'intégration du règlement-livraison de titres (actions et obligations), dénommé Target2Securities ou T2S, n'a été lancé qu'en 2006 et devrait fonctionner pleinement en 2017.

Il ne s'agit pas d'un marché au sens où l'est une bourse, mais d'un système qui exécute, par un jeu d'écritures, la livraison « pratique » des titres et de la monnaie *après* conclusion de la négociation. C'est sans doute la nature apparemment très technique, non économique, des infrastructures financières qui explique en grande partie pourquoi elles intéressent si peu les sciences sociales alors même que leur intégration est considérée comme une condition nécessaire à celle des marchés financiers (par exemple Commission européenne 2015 : 25-26). T2S, infrastructure de ce marché, représente ainsi pour la sociologie un cas intéressant permettant de mieux comprendre les marchés et leurs processus d'intégration, notamment les relations dynamiques entre ce qui est censé être « du marché », hors marché ou à l'intersection des deux domaines.

T2S étonne car il appartient entièrement à la Banque centrale européenne (BCE), qui assume aussi la totalité de son fonctionnement. Si les systèmes de paiement centraux comme Target2 sont bien, en général, dans cette relation avec les banques centrales (qui les possèdent et les gèrent) – parce qu'ils sont vitaux pour la sûreté et l'efficacité des opérations de paiement et d'échanges de réserves entre les banques, donc aussi pour la mise en œuvre d'une politique monétaire unique – les dispositifs existants de règlement-livraison de titres sont généralement gérés (à titre lucratif ou

non) par des organismes privés et sont souvent la propriété de la bourse et/ou de la communauté bancaire du pays, la banque centrale en détenant parfois aussi une part. T2S repose en outre sur une internalisation (*insourcing*) de l'activité de règlement-livraison, qui représente souvent une importante source de revenus pour les organismes nationaux et internationaux qui la pratiquent. Enfin, alors que la Commission européenne avait commencé par préconiser une solution conduite par les acteurs de la profession, elle s'est ralliée au projet T2S sitôt qu'il lui a été soumis par la BCE, en 2006. T2S semble donc en contradiction non seulement avec les principes du marché libre de l'Union européenne, mais aussi avec une tendance plus générale en cours depuis plusieurs décennies : le retrait du secteur public en matière de propriété et de gestion d'infrastructures (aussi les réseaux d'électricité, de téléphone etc.). Les partisans du dispositif T2S assurent qu'il offrira sur toute la zone euro des règlements-livraisons harmonisés, plus sûrs, plus efficaces et, à long terme, moins chers, précisément parce qu'il centralise le règlement de ces transactions sur une plateforme paneuropéenne en monnaie de banque centrale.

Cette thèse identifie et examine quatre controverses, apparemment sans autre lien entre elles que celui, trivial, de leur coïncidence chronologique avec le projet, qui ont entouré la création de T2S : une controverse technique, une juridique, une économique et une politique. La mise au jour de leurs relations profondes peut aider non seulement à comprendre comment T2S a été possible malgré son antinomie avec les principes du marché libre de l'Union, mais encore à conceptualiser les types de problèmes rencontrés par les efforts d'intégration européenne des marchés financiers ainsi que les types de solutions disponibles. Plus précisément, je montrerai que ces controverses sont toutes liées à des problèmes de fond inhérents à ce que j'appelle la « conception concurrentielle du marché » qui sous-tend ces efforts d'intégration. Cette conception est inscrite dans les traités et les statuts des institutions européennes ; sa vision du marché est celle d'un espace de concurrence où individus et entreprises procèdent à leurs échanges. Elle repose sur une tension ou contradiction conceptuelle entre, d'une part, la *fragmentation* entre acteurs du marché en situation de concurrence et, de l'autre, l'*intégration* d'un milieu homogène permettant les échanges. Pour qu'un marché soit « efficace » au sens de la théorie économique, ce milieu doit mettre en contact tous les agents du marché de manière égale et non structurée, exempte de frottements, de risques et de coûts. En ce sens, il doit être « hors » du marché, puisque les marchés

sont précisément le lieu où les frottements sont entretenus, les risques échangés et les coûts rémunérés selon le principe de concurrence, donc de fragmentation. Mais il doit en même temps être « dans » le marché, puisque les infrastructures sont elles-mêmes un service (celui de débarrasser le marché de ses « frottements ») exigeant des investissements ainsi que appropriation des risques et des coûts : service qui doit être rémunéré et exposé à la concurrence pour être « efficace ». Bref : le paradoxe de l'intégration du marché, c'est qu'elle doit être *une intégration de la fragmentation*.

Sur la base de mon analyse du projet T2S, je soutiens que ce problème fondamental prend naissance dans les relations ou les frontières entre marché et non-marché, en particulier entre marché et *infrastructures*, entre marchandise et *monnaie*, entre concurrence et *monopole* et entre privé et *public*. Ce problème ressurgit continuellement dans différents contextes (technique, juridique, économique, politique) et engendre tensions et conflits mais aussi recherches de solutions, comme l'illustre le cas des quatre controverses liées à T2S et des issues qu'on a fini par leur trouver.

La sociologie économique nous dit depuis longtemps que les marchés sont « encastés » (*embedded*) dans la société (Granovetter 1985). Certes, cette thèse conforte l'idée que les « marchés » ne sont pas ces entités librement flottantes que nous présente la théorie néoclassique. Mais son propos est moins d'étudier la poursuite stratégique de leurs intérêts par des agents socialement situés, ou encore les constructions idéelles et institutionnelles des acteurs dominants (autrement dit, de s'attacher à des problématiques de type « qui est gagnant ? ») que de se demander comment les principaux processus d'intégration des marchés sont structurés par les conceptions sous-jacentes à ce qu'il est possible de savoir. En soulignant un processus de construction du marché selon une certaine conception de ce dernier, la thèse soutenue ici s'inspire des écrits sur la « performativité » de la théorie économique (Callon 1998). Mais cette thèse ne cherche pas tant à retrouver la trace de telle ou telle théorie économique dans le processus de construction d'un nouveau marché, ou à reconstituer l'élaboration plus complexe d'un « assemblage » socio-technologique, qu'à montrer comment des *problèmes* fondamentaux inhérents à la « conception concurrentielle du marché » sous-jacente à l'intégration européenne des marchés financiers engendrent en permanence des tensions conceptuelles, donc des controverses politiques exigeant des solutions, et qu'ils le font selon des modalités structurées par leur nature particulière. Ces problèmes tournent, au moins dans le cas

de T2S, autour de la distinction marchand/non-marchand et ont trait aux relations entre marché et ses infrastructures, concurrence et monopole, monnaie comme marchandise et monnaie comme crédit, et au rôle de « gouvernement » dans les marchés. Il s'agit là de *problèmes* au sens fort : ce sont des contradictions fondamentales nichées dans la conception même des marchés, et elles structurent ce qu'il est possible de savoir, de dire et de penser en économie.

Cette thèse a beaucoup de points communs avec les travaux qui visent à repérer des traits structurants de la pensée économique dans le gouvernement économique (par ex. Berndt 2015 ; Braun 2014), mais elle introduit aussi la notion foucauldienne de *formations discursives* (Foucault 1992) pour conceptualiser ce qui structure « les limites et les formes du dicible » (De Goede 2005 : 9).¹ Plus précisément, l'analyse du discours examine la structure problématique qui encadre et façonne la formation d'objets de savoir, les opérations intellectuelles, les concepts et les options théoriques possibles (Foucault 1994a ; voir aussi Gutting 1989 ; Lima 2010). À la différence d'autres versions de l'analyse du discours, qui considèrent ce dernier soit comme idéologie dominante (Kallestrup 2002), soit comme composante de constructions sociales plus larges (Smith et Hay 2008), la formation discursive de Foucault est un espace conceptuel de savoir qui organise les *relations* entre *différentes* notions, théories et même opinions normatives, de sorte qu'elle permet, et en même temps structure, le débat possible entre elles. En outre, ni les formations discursives ni les problèmes conceptuels qui les constituent ne prédéterminent donc une issue en particulier (comme l'adoption et le succès du projet T2S). La « théorie économique » dont il est question dans cette thèse ne doit donc pas être entendue comme un ensemble cohérent d'idées et de constructions théoriques mais comme un champ de visions diverses et antagoniques, structurées autour d'un groupe de problèmes de fond eux-mêmes engendrés par la conception concurrentielle du marché.

Si l'explication de l'invention et du succès de T2S par la convergence de l'agenda d'intégration de la Commission et de la stratégie de pouvoir de la BCE alliée à la haute finance trouve à s'alimenter dans le matériel collecté, elle ne va pas sans soulever à son tour quelques questions. Premièrement, pourquoi la Commission a-t-elle changé d'attitude en 2006 et adopté l'idée d'un monopole de la BCE si son profil

¹ Une formation discursive n'obéit donc pas nécessairement, par exemple, les normes logiques de cohérence. Au contraire, les contradictions conceptuelles peuvent faire part entière d'une formation discursive et il n'appartient pas au chercheur de chercher à les éliminer.

« idéationnel » est si solidement amarré aux principes de marché et de concurrence ? Deuxièmement, pourquoi T2S a-t-il été conçu au départ par la BCE pour résoudre un conflit apparemment mineur, technique et politiquement négligeable, et non comme le puissant vecteur d'intégration qu'il n'a pas tardé à devenir ? Autrement dit, une analyse sociologique traditionnelle de T2S devra encore expliquer quel était le *problème* qu'il était censé résoudre au moment de sa conception, de quelle façon ce problème se rattachait à l'intégration du marché, et comment sa structure allait permettre à la Commission d'accomplir en 2006 ce qui a toutes les apparences d'un virage idéologique à cent quatre-vingt degrés.

La section 2 expose l'approche discursive adoptée dans cette thèse. En section 3, je présenterai le matériel analysé et la stratégie analytique suivie. La section 4 identifie les quatre controverses suscitées par T2S. La section 5 est une discussion des forces et faiblesses des approches sociologiques traditionnelles dans l'explication de T2S. J'approfondirai en section 6 l'analyse des quatre controverses et les rattacherai à la formation discursive de la théorie économique, démontrant ainsi la nécessité et les bénéfices analytiques à attendre de l'approche discursive. La conclusion constitue la section 7.

2. Étudier le discours

Une formation discursive a ses fondements dans le langage, elle est structurée par ses propres « règles » concernant la formation d'objets de discours (donc de savoir), les opérations intellectuelles possibles, la formation de concepts et leurs relations, enfin les positions théoriques et les options disponibles en son sein (Foucault 1994a, 1992). Si l'on se place dans cette perspective, ce qui est décisif dans la parole et l'écrit – à la différence des approches herméneutiques – n'est ni la « signification » au sens de l'intention du message ou de la réalité émotionnelle derrière telle assertion, ni la « logique » au sens du contenu formel d'une proposition donnée. C'est l'« énoncé » qui tire son sens exclusivement de sa relation avec d'autres énoncés (possibles), c'est-à-dire de sa position au sein de la formation discursive en question (voir Diez 2001 ; et Weaver 2009 pour l'application à l'étude de l'intégration européenne). Une formation discursive est un espace structuré de ce qu'il est possible de dire, y compris les désignations des objets et des sujets du discours (voir aussi Latour 1988). Par exemple, différentes théories scientifiques – et même la distinction entre théorie scientifique et

non scientifique – ne sont possibles qu'à l'intérieur de certaines formations discursives, impossibles dans d'autres (Foucault 1994b). On peut dire que l'analyse de discours diffère à la fois de la « sociologie critique » de Bourdieu et d'autres, qui s'efforce de dévoiler les intérêts et les institutions sociales derrière les conduites des individus, *et* de la « sociologie de la critique », qui explore la façon dont les individus mobilisent dans leurs conduites motivations, justifications et stratégies (voir Boltanski 2009). L'analyse du discours ne recherche pas les *causes* des résultats passés, non plus que les *intentions* des actions. Elle s'efforce d'éviter les pièges téléologiques de ces approches en examinant les tensions et dynamiques intérieures au discours lui-même – structurées mais exemptes d'inévitabilité – en vue d'une « compréhension critique » des politiques de l'Union européenne (Diez 2001 : 30 ; Foucault 1992, 1994a ; voir aussi Hindess 1977). Par exemple, Beckert (2009) étudie des problèmes liés au concept de marché assez voisins de ceux qui m'occupent, mais le fait en se référant à des questions de coordination sociale extrinsèques au concept. Au contraire, l'analyse de discours scrutera la manière dont ces problèmes se forment à l'intérieur d'un discours donné et dont des questions de coordination sociale (par exemple) apparaissent dans le discours comme un de ses éléments constitutifs. Elle diffère aussi des approches visant à débusquer la construction sociale du savoir économique (Fourcade et Khurana 2013 ; Gunten 2015 ; Polillo 2011). Il ne s'agit pas pour autant de dire que rien n'existe hors le discours, mais d'identifier un certain objet d'étude et une stratégie pour l'analyser. En particulier, cette thèse, comme le travail apparenté de Panourgias (2015), commence par identifier des « controverses », mais s'efforce de faire un pas de plus en reliant celles-ci aux problèmes fondamentaux qui les structurent.

J'associe cette notion de formation discursive à un autre concept foucauldien plus tardif, la « problématisation » (Bacchi 2012 ; Osborne 2003). En tant qu'objet d'étude, la problématisation renvoie aux pratiques discursives (et non discursives) qui confèrent à quelque chose le statut de problème de savoir et de contrôle. En tant qu'approche de recherche, elle implique que le chercheur s'interdise d'adhérer à une vision particulière de la vérité et de respecter les frontières entre disciplines et entre science et non-science, pour considérer « également » tous les énoncés sur un problème donné (voir aussi Adler-Nissen et Kropp 2015). La sorte de problème faisant l'objet d'une telle analyse – folie, sexualité ou, comme ici, monnaie et marchés – importe énormément, car « ce ne peut être de la politique qu'on peut attendre les formes dans

lesquelles la sexualité cesserait de faire problème » (Foucault 1994c). D'un autre côté, la généralité des problèmes n'est pas un principe transcendant, fixe, qui ne ferait que varier selon l'époque et le contexte, mais un principe constamment instable et changeant, précisément parce qu'il s'agit de *problèmes* (Foucault 1994d).

3. Matériel et stratégie d'analyse

L'analyse de discours s'efforce de collecter du matériel aussi varié que possible (une « archive » d'énoncés) dans la formation discursive étudiée (Foucault 1992). À cette fin, j'ai conduit 59 entretiens avec 72 personnes, principalement dans quatre pays : Allemagne et France, c'est-à-dire les deux principaux pays engagés dans le projet T2S ; Belgique, pays relativement petit mais carrefour d'acteurs internationaux majeurs dans le secteur des infrastructures financières ; et Danemark, seul pays hors zone euro ayant rejoint T2S. Ces entretiens se sont déroulés dans différentes institutions impliquées dans le projet à un titre ou un autre : banques centrales nationales et la BCE, fournisseurs nationaux ou internationaux d'infrastructures, banques grandes et petites et la Commission européenne (les citations d'entretiens ayant eu lieu dans d'autres langues que le français sont traduites). Les entretiens ont été conduits de décembre 2013 à juin 2016, dont 45 entre juin 2014 et mars 2015. Ces rencontres ont duré en moyenne environ 1 h 45 ; onze d'entre-elles ont dépassé les deux heures.

Tous les interlocuteurs ont reçu l'assurance de l'anonymat. Mais le degré précis de cet anonymat a parfois fait l'objet d'une négociation au cours de l'entretien. J'ai moi-même proposé au départ de ne révéler aucun nom, mais plusieurs interlocuteurs ont aussi exigé que le nom de leur institution n'apparaisse pas non plus. Cela a quelque peu compliqué mon travail de rédaction et a un impact sur la transparence des résultats. Par exemple, il n'y a qu'une banque centrale et qu'un DCT par pays, et chaque institution de l'UE est unique. Quand un interlocuteur exigeait que son institution ne soit pas nommée, il n'était donc pas possible d'écrire, par exemple, que telle phrase ou telle information provenait d'un entretien avec un cadre du DCT allemand ou de la Banque de France. J'ai décidé de n'accepter ces restrictions qu'en citant des entretiens où l'anonymat total avait été explicitement requis. Mais comme certains interlocuteurs ont posé cette exigence, je ne peux pas fournir leur liste complète avec pays et institution, ni les croiser dans un tableau à double entrée pays/institution. Je ne peux

que donner le nombre d'interlocuteurs par pays *puis* par secteur d'activité, dans les deux tableaux ci-dessous (A1, A2).

Tableau 1 : Entretiens par pays

	Nombre d'entretiens	Nombre d'interlocuteurs
Allemagne	14	19
France	15	16
Danemark	19	24
Institutions de l'UE ^a	6	6
Belgique	4	6
Grèce ^b	1	1

^a Banque centrale européenne et Commission européenne.

^b Le DCT grec sera un des seuls à ne pas « migrer » dans T2S lors d'une des trois vagues prévues d'ici 2017. Cet entretien était principalement destiné à comprendre pourquoi, notamment à déterminer si cette particularité était liée à la crise financière et économique. Il semble que les raisons en soient entièrement techniques et l'on estime que le DCT grec rejoindra le T2S par la suite.

Tableau 2 : Entretiens par secteur

	Nombre d'entretiens
Banque centrale	20
DCT et DCIT ^c	10
Banque	19
Autre ^d	10
Total	59

^c Dépositaires centraux de titres et Dépositaires centraux internationaux de titres

^d Chambres de compensation, bourses, institutions émettrices d'obligations sécurisées, fédérations bancaires, régulateurs.

S'ajoutent à ces entretiens, qui constituent l'essentiel du matériel et la base de l'analyse, deux autres types de sources : des rapports des institutions concernées, notamment quand ils étaient cités par mes interlocuteurs ; et des écrits de théorie économique, dont (a) des études sur l'intégration européenne des infrastructures financières et (b) des débats classiques sur certains des concepts et problèmes

rencontrés dans les entretiens et les rapports, tels que concurrence et monopole, marché et État, monnaie comme marchandise et monnaie comme crédit, etc.

4. Target2Securities

Les infrastructures financières modernes remontent au moins à l'époque où les banquiers de Londres organisèrent, au XIX^e siècle, la compensation multilatérale des chèques (Millo *et al.* 2005 ; Muniesa *et al.* 2011). Dans les années 1980 et 1990, la plupart des pays occidentaux créèrent des Dépositaires centraux de titres (DCT) pour traiter de manière organisée à l'échelle nationale le règlement des transactions financières. Les DCT « immobilisaient » les titres-papier qu'ils avaient en dépôt et pouvaient ainsi procéder au règlement de la transaction par simple jeu d'écriture (sans livraison matérielle du papier) (Norman 2007). Les DCT nationaux ont souvent été créés par les banques centrales, ou du moins sous leur insistante pression. De sorte qu'ils étaient en général fortement automatisés et étroitement intégrés tant aux banques centrales (régplant les opérations en monnaie de banque centrale pour une sécurité maximale) qu'aux autres composantes des systèmes financiers nationaux (pour une efficacité maximale).

Mais les DTC nationaux étaient peu connectés à l'étranger et ne disposaient ni des métiers ni des ressources qu'il eût fallu pour assurer les liaisons entre systèmes techniques et juridiques différents. C'étaient de grandes banques de dépôt d'envergure mondiale comme JP Morgan ou Bank of New York Mellon – ainsi que deux DCT internationaux, en Belgique et au Luxembourg – qui assuraient à des fins lucratives les règlements et autres opérations sur titres de caractère transfrontalier (Norman 2007). L'avènement de l'euro et l'effort continu d'intégration des marchés financiers européens firent prendre conscience à la Commission que ces règlements-livraisons transfrontaliers étaient plus fragmentés, et par suite plus lents, plus chers et moins sûrs et moins efficaces que les autres (Giovannini Group 2001). Dans le cadre de ses missions définies par les traités, et aussi parce qu'elle y voyait un levier de croissance, la Commission s'engagea clairement en faveur d'une intégration plus poussée, mais elle la voulait conduite par les acteurs de la profession (Commission européenne 2004 ; Lamfalussy Group 2001 ; McCreevy 2006). La Commission semble avoir pu s'appuyer sur le traité de Maastricht (UE 1992 : Article 3a) qui pose « le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre » ainsi que sur les mêmes termes utilisés

dans le statut de la BCE (UE 2012 : Article 2). Selon Norman (2007 : 103), les documents de la Commission en 1998-1999 montrent qu'elle était convaincue que « l'intégration financière était "à portée de main" et que le secteur de la post-négociation pouvait être laissé aux acteurs du marché ».

En choisissant fermement une intégration conduite par les acteurs privés avec le soutien d'une harmonisation des règlements, la Commission était sur la même ligne que plusieurs études économiques sur l'intégration des infrastructures financières européennes, selon lesquelles ce secteur était (ou était presque) un « monopole naturel » avec ses puissantes « économies d'échelle » et ses « externalités de réseau » (Milne 2007 ; Serifsoy et Weiß 2007 ; Van Cayseele 2004). Mais ces travaux mettaient unanimement en garde contre la création d'un monopole, autrement dit d'un DCT européen unique : non pour des raisons d'efficacité économique, mais par crainte que l'absence de concurrence ne nuise à *l'innovation* ou à ce qu'ils appelaient l'« efficacité dynamique » du secteur.

Pourtant, il n'y eut en tout et pour tout qu'une initiative d'ampleur en provenance du secteur privé : l'un des deux DCT internationaux, Euroclear, se lança dans l'ambitieux projet d'acheter des DCT nationaux pour les intégrer à une plateforme unique (voir Panourgias 2015). Après un beau départ avec l'intégration des DCT français, belge et néerlandais, la société se heurta à des difficultés avec les DCT anglais, irlandais, finlandais et suédois qu'elle avait également acquis (Entretien 16). Dès 2005, ce projet d'Euroclear ainsi que les efforts de la Commission pour lever les obstacles à l'intégration semblaient enlisés (Entretien 17).

C'est dans ce climat que se forma en 2006 le projet T2S : la BCE annonça qu'elle avait « entrepris d'étudier la possibilité de fournir des services de règlement-livraison des transactions de titres » (ECB 2006). Le commissaire au Marché intérieur et aux Services Charles McCreevy réagit aussitôt positivement (McCreevy 2006). Deux ans plus tard, le projet T2S était lancé par le Conseil des gouverneurs et annoncé par la BCE comme « un pas en avant décisif vers un marché unique et intégré des titres » (ECB 2008a). Voilà qui étonne, non seulement parce que T2S allait être détenu et géré par un acteur public, la BCE, mais aussi parce que sa création signifiait l'« internalisation » (*insourcing*) d'une activité économique – le règlement-livraison – qui représentait une importante source de revenus pour les DCT majoritairement privés (selon un de mes interlocuteurs, cette activité constitue environ 30 % du chiffre

d'affaires de son DCT : Entretien 24). Non seulement T2S était en rupture avec la politique d'intégration choisie jusque-là, mais il paraissait contredire les principes mêmes de l'intégration européenne des marchés.

Pour tenter de comprendre comment un tel tournant a été possible, nous allons reconstituer, dans les quatre sous-sections suivantes, le processus ayant conduit à la conception de T2S en 2006 et suivre les différentes phases du projet jusqu'à la première vague de sa mise en œuvre, en 2015. Nous identifierons chemin faisant quatre controverses ayant surgi à cette occasion : une controverse technique, une juridique, une économique et une politique. Celles-ci seront analysées et discutées plus en détail aux points 5 et 6.

4.1. Qui crée la monnaie de banque centrale ? La controverse technique sur le *delivery vs. payment* (DvP)

Même si T2S est vite devenu un projet de relance de l'intégration, ce n'est pas pour cela qu'il a été inventé. Durant les discussions de la période 1999-2006 sur l'intégration, alors qu'Euroclear poussait son propre projet de plateforme unique, « la BCE n'était pas vraiment impliquée, ils étaient intéressés mais n'étaient ni les surveillants ni les régulateurs. En réalité, la BCE était très impliquée sur un point précis : le DvP [*delivery versus payment*]. C'est de là qu'est né T2S » (Entretien 52). Cette « livraison contre paiement » signifie que le paiement de la transaction en monnaie de banque centrale et la livraison des titres ont lieu *simultanément* dans le système de règlement (c'est-à-dire après que la négociation a été conclue, en bourse ou ailleurs), ce qui évite le risque qu'une défaillance se glisse entre les deux. Mais ce principe apparemment simple était appliqué de manière différente dans les différents pays (voir aussi Quaglia 2010 : 121-122).

Dans la plupart des pays, notamment en Allemagne, le DCT (privé) disposait d'une « interface » avec la banque centrale, de sorte que la règlement-livraison pouvait se faire en mode DvP par une série de messages envoyés entre les deux. Comme les messages ont un coût (voir Scott et Zachariadis 2012), les transactions n'étaient pas réglées une par une en temps réel mais groupées en « cycles de compensation » (*netting circles*). En France, au contraire, la banque centrale avait autorisé le DCT (privé également) à gérer des comptes-espèces en monnaie banque centrale spécifiques pour les besoins du règlement-livraison. Cela permettait de pratiquer le règlement-livraison

DvP « intégré », les comptes-espèces et les comptes-titres appartenant au même système. Le DCT français pouvait ainsi effectuer les transactions en temps réel, ce qui était généralement considéré comme à la fois plus sûr et plus efficace (voir aussi Riles 2004). Toutefois, les flux entrants et sortants de paiement de chaque institution financière ne sont jamais répartis uniformément sur la journée et une institution peut donc souffrir des pénuries de court terme, même si son bilan en fin de journée est équilibré, mais un défaut de paiement au moment voulu peut provoquer des défaillances en chaîne à partir de ce premier retard. Pour éviter de tels défauts momentanés de trésorerie, la Banque de France avait autorisé le DCT privé à créer, aux fins de règlement, un crédit gratuit intra-journalier de banque centrale à rembourser en fin de journée. Euroclear appliqua plus tard ce dispositif aux DCT belge et néerlandais. Du fait de la concurrence accrue entre DCT européens, un conflit aigu éclata au sein de l'Eurosystème, certains voyant dans cette technique une externalisation « hérétique » des comptes de banque centrale (Entretien 27) mais aussi un pouvoir de création monétaire concédé à des agents privés (Entretiens 14, 44, 51). De leur côté, les banques centrales française, hollandaise et belge ne voulaient pas renoncer à leur modèle jugé plus efficace et, soulignaient-elles, absolument sûr puisque tous les contrôles imaginables étaient déjà là.

De 2004 à 2006, le conflit ne trouva pas d'issue. Puis un collaborateur de la BCE (un ancien du DCT français) eut l'idée de proposer que les banques centrales, au lieu d'externaliser aux DCT la création de crédit, pouvaient « internaliser » leur fonction de règlement-livraison de titres (Entretiens 27, 29, 51). C'était la seule solution acceptable par les deux camps, car elle permettrait un DvP intégré sous un contrôle de banque centrale (Entretien 29). Le conseil de la BCE se rallia à l'idée tout en insistant sur « la nécessité de l'exprimer autrement, car on ne peut pas simplement dire qu'on va retirer aux DCT une part de leur activité... mais nous pouvons dire qu'il s'agit de réaliser l'intégration européenne du post-marché » (Entretien 51). L'objectif officiel de T2S devint ainsi de « faciliter l'intégration post-négociation en proposant le règlement commun, neutre et paneuropéen d'espèces et d'opérations sur titres en monnaie de banque centrale » (ECB 2015 : 24). C'est ainsi qu'un débat technique né dans la « salle des machines » des banques centrales allait déboucher sur un grand projet politique d'intégration de marché.

Il faut ajouter que selon d'autres interlocuteurs, T2S était plutôt la mesure adoptée par la Commission et la BCE ensemble après avoir été négocié avec le secteur financier pour corriger une « défaillance du marché » (*market failure*) et pour pousser l'intégration européenne des marchés financiers (I57 ; I59). Cependant, cette version ne rend pas compte du dispositif spécifique de T2S. Même si l'on accepte que T2S n'était adopté qu'en tant que projet d'intégration en vue d'une défaillance du marché, reste que la conception spécifique du projet a été provoqué par un problème d'apparence technique.

4.2. Les choses ne sont pas ce qu'elles paraissent : la controverse sur l'évaluation juridique

L'adoption par la BCE de l'idée de T2S ouvrit bien vite une deuxième controverse. Une « Évaluation juridique » (*Legal Assessment*) fut lancée pour déterminer si, et sur quel fondement légal, l'idée était réalisable (ECB 2008b). Les DCT n'étaient évidemment pas enchantés de céder une de leurs principales activités : « On ne dit jamais “Ça ne nous plaît pas” car c'est un argument faible... alors ils ont dit “En réalité ce n'est pas tant que ça ne nous plaît pas, mais juridiquement on ne peut pas le faire” » (Entretien 54). Euroclear, lancé dans son grand projet de fusion, était particulièrement réticent. En outre, certains pays membres considéraient T2S comme « une intrusion du secteur public sur les terres du privé » (Entretien 27). Une question centrale était l'interprétation du statut de la BCE, qui pose que les banques centrales agissent selon « le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources (UE 2012, c'est moi qui souligne). La formulation laisse à l'évidence peu de marge pour la création de monopoles publics. Mais si les infrastructures de règlement-livraison sont des « monopoles naturels », comme nous l'avons vu, le couple concurrence-efficacité n'est plus si solide.

Le non-juriste s'étonnera peut-être de cet argument de la BCE (ECB 2008b) selon lequel, même si T2S est un système qui procède au règlement-livraison de titres, il n'est pas, juridiquement parlant, un « système de règlement-livraison » mais « une plateforme purement technique offrant des services spécifiques aux dépositaires centraux de titres » (ECB 2008b : 1). Un autre raisonnement curieux est que, si T2S allait effectuer des « règlements définitifs » (*final settlements*), au sens de juridiquement contraignants, il s'agirait aussi, dans un autre sens, de règlements uniquement

techniques dans la mesure où les DCT resteraient responsables des titres échangés (ECB 2008b : 7-9). Ces arguments allaient pourtant gagner au projet une large adhésion. Premièrement, comme T2S ne ferait que procéder à des règlements « techniques », il « n'envisage[ait] pas d'externaliser les fonctions essentielles des DCT », autrement dit le règlement définitif (ECB 2008b : 5). Dans plusieurs pays, le droit distinguait fonctions essentielles et non essentielles des DCT, les secondes pouvant être externalisées, à la différence des premières. Ensuite, il était commode de qualifier T2S de « facilité » car l'article 22 du Statut de la BCE dispose qu'elle peut « accorder des *facilités*... en vue d'assurer l'efficacité et la solidité des systèmes de compensation et de paiement » (UE 2012, c'est moi qui souligne).

Un de mes interlocuteurs de DCT doute de la validité en droit de ces arguments, mais estime qu'il eût été futile de se lancer dans une longue bataille juridique (Entretien 14). Un autre qualifie de « ridicule » l'idée d'externalisation et dit que les DCT « ont été forcés de céder une part de leur activité » (Entretien 24). Ce n'est pas à moi de trancher la question de droit. L'important est de noter que le *problème* juridique consistait à ajuster ensemble les concepts de marché, d'infrastructure, de concurrence, de monopole, d'efficacité, de public et de privé.

4.3. Dans le marché ou hors du marché ? La controverse économique sur le recouvrement des coûts

Les conclusions de l'Évaluation juridique prévalurent, ouvrant la voie à la troisième controverse quand il fallut faire signer aux DCT et aux banques centrales les contrats d'« internalisation ». La BCE obtint le soutien des grandes banques de dépôt européennes, notamment BNP Paribas : celles-ci avaient tout intérêt à un environnement harmonisé dans lequel elles pourraient offrir des services de dépôt à moindre coût (Entretien 13)². Nous avons dit que les DCT étaient mécontents de perdre une source très importante de revenus, mais en plus T2S allait susciter davantage de concurrence entre eux parce que les banques pourraient désormais (idéalement) déposer et échanger tous leurs titres européens dans un seul DCT. Beaucoup d'entre eux risquaient de ne pas y survivre, surtout compte tenu de la « nature monopolistique » du secteur. Le soutien des grandes banques de dépôt était un facteur de poids, car elles détenaient la plus grande part d'Euroclear et pouvaient

² T2S accroîtrait aussi la mobilité du collatéral. Je traiterai ce point ailleurs.

donc y défendre le projet, ce qu'elles firent (Entretiens 27, 51). Quant aux plus petits DCT, ils subirent la pression des banques centrales nationales (Entretien 43).

Les DCT continuaient à objecter que la BCE n'avait aucune légitimité à faire concurrence aux fournisseurs privés et à faire du profit dans ces conditions inévitables. C'est pourquoi il fut décidé que T2S fonctionnerait selon le principe du « recouvrement de la totalité des coûts » (*cost recovery*) de ses services, qui seraient fournis « à des fins non lucratives » (ECB 2007 : 6). Ce principe de recouvrement intégral des coûts « servit aussi à convaincre les États membres les plus réticents et le Parlement, car c'était proclamer “Nous ne sommes pas hors du marché, nous sommes dedans, puisque nous voulons couvrir nos coûts” » (Entretien 27). De même, lorsque plus tard, au cours de la négociation, les DCT formulèrent des exigences en excipant de leur qualité de donneurs d'ordre d'un service externalisé (*outsourcers*), les banques centrales répondirent : « Écoutez, nous ne sommes pas IBM, nous offrons un service à prix coûtant, nous ne faisons pas de profit, nous faisons ça pour améliorer la structure du marché » (Entretien 17). T2S ferait payer ses services en alignant ses recettes sur ses coûts, ce qui le situait dans le marché (par opposition à un système subventionnant certaines sociétés plutôt que d'autres, ou à un concurrent doté d'avantages indus). Mais, en même temps, il restait hors du marché en tant que monopole public interdit de profit.

Pour couvrir ses coûts, la BCE fixa le prix de la transaction à 0,15 €, un tarif « bas » comparé à ceux des DCT, grâce à des « économies d'échelle » (ECB 2015 : 19). Selon les DCT, cette comparaison était injuste, puisque T2S ne fournirait *que* le règlement-livraison et que les 0,15 € *s'ajouteraient* aux frais prélevés par les DCT (Entretien 36). Pour les banques de dépôt, c'était « un faux sujet », car sans T2S les vingt-deux systèmes nationaux de règlement-livraison devaient procéder à de fréquentes et coûteuses mises à jour (Entretien 31). À la suite de la crise financière, les prévisions de volume de transactions furent révisées à la baisse. La BCE allongea la période de recouvrement des coûts à dix ans au lieu de huit (Entretien 27) et instaura des frais sur « un tas de services que nous avons crus compris dans l'enveloppe (*rites*) », tels que la mise à jour du navigateur permettant de connaître son solde de trésorerie (Entretien 22). Il n'était décidément pas si aisé de trouver l'étroite ligne de crête entre subvention, profit et fonctionnement à prix coûtant.

4.4. Une Ferrari sur une route bossée : la controverse politique sur l'harmonisation

La fixation d'un tarif modeste fut le dernier effort nécessaire pour gagner l'assentiment des DCT, et l'accord-cadre fut signé en 2012. Mais une quatrième controverse ne tarda pas à surgir. La BCE prit progressivement conscience que, même si T2S n'allait fournir que des « règlements techniques », il ne fonctionnerait efficacement qu'au prix d'un gros travail d'harmonisation juridique (Entretien 11).

L'un des problèmes était celui-ci : la norme du marché, pour une transaction transfrontalière, est de deux jours entre la négociation et le règlement, du fait de la complexité d'opérations non automatisées (Entretien 17). Mais si dans l'intervalle un dividende est indûment versé au vendeur, quel est alors le droit qui s'applique et comment régler le cas ? Ce sont des questions « d'une complexité absolument incroyable... [mais] si on n'a pas l'harmonisation réglementaire derrière T2S, c'est comme si on vous donnait une Ferrari et vous alliez sur des petites routes de campagne avec des bosses... Si vous voulez rouler à 250 à l'heure avec votre Ferrari, il faut que vous ayez une piste, un circuit, quelque chose qui soit parfaitement plat » (Entretien 14).

Le nouveau règlement général des DCT émis par la Commission constituait un progrès, mais il restait beaucoup de questions en suspens. Par exemple, l'Allemagne devait prolonger d'un jour le délai de versement des dividendes à la suite de l'assemblée générale annuelle des sociétés – changement apparemment minime qui suscita néanmoins l'opposition du *Mittelstand*, cette couche de l'économie allemande composée de milliers d'entreprises moyennes non organisées. Un de mes interlocuteurs raconte : « Je peux vous dire que début 2014 j'ai douté qu'on y arrive à l'heure » (Entretien 55). Il était impensable de refuser l'entrée de la plateforme à un pays comme l'Allemagne pour défaut d'harmonisation, si bien que, pour accélérer celle-ci, l'Eurosystème choisit la méthode qualifiée par mon interlocuteur d'« exposition nominative à la honte publique » (*name and shame*) : dans le rapport annuel *T2S Harmonisation Progress Report*, l'état d'avancement de l'harmonisation était présenté point par point et pays par pays dans un tableau, en vert, jaune ou rouge selon le cas. Le tableau fut « largement diffusé, commenté par Mario Draghi etc. » (Entretien 55). Cette stratégie finit par donner des résultats et T2S fut lancé comme prévu, la première des quatre « vagues migratoires » de DCT intervenant en juin 2015. Ce

projet apparemment technique a donc eu des répercussions juridiques à la fois profondes et étendues, avec des effets sur des choses aussi apparemment lointaines que l'organisation par les entreprises de leur assemblée générale annuelle.

5. Les limites des approches existantes

La plupart des recherches sur l'intégration des marchés européens relèvent de deux champs disciplinaires, l'économie politique (*political economy*) et l'intégration européenne (*European integration studies*), où il s'agit en général d'expliquer les processus de cette dernière comme le résultat d'interactions entre les intérêts et idées des acteurs les plus puissants. Par exemple, Jabko explique que la stratégie « intégrationniste » de la Commission était centrée sur une conception du « marché » délibérément inclusive et ouverte, permettant de « réunir de nombreux acteurs autour de la cause européenne » (Jabko 2006 : 2). Story et Walter (1997) soulignent le rôle du personnel politique et des fonctionnaires nationaux, tandis que Grossman (2012) observe un basculement de l'équilibre en faveur de la Commission à partir du moment où le capital international s'est trouvé assez puissant pour rendre indispensables les solutions européennes. Quaglia (2010) et Mügge (2010) plaident pour une vision plus dynamique des coalitions mouvantes entre États, institutions européennes et grandes compagnies.

Plusieurs de nos observations confirment ces façons de voir. Ainsi, T2S a été bien accueilli par la Commission en tant que projet clairement favorable à son agenda d'intégration des marchés financiers à un moment où les perspectives n'en étaient pas brillantes. Plusieurs de mes interlocuteurs invoquent les objectifs idéologiques et d'intégration assignés aux institutions européennes dans le traité de l'Union. Il est clair aussi que la BCE a réussi dans cette affaire à accroître son pouvoir et à élargir son influence, en assumant un projet majeur dans un domaine d'où elle était jusque-là absente. En outre, elle n'a pu le faire qu'en faisant alliance avec certains des acteurs les plus puissants du marché concerné (qui auront beaucoup à gagner à T2S) contre les intérêts d'un groupe relativement restreint de fournisseurs d'infrastructures.

Mais cette logique explicative pose aussi pas mal de questions. Tout d'abord, elle tend à faire apparaître l'aboutissement du projet comme l'effet d'une évolution naturelle ; or, à aucun moment, le succès de T2S n'a été assuré. Nous avons vu comment une succession de controverses a menacé de le faire échouer. Remarquons du

reste que d'autres projets similaires ont connu ce sort (Drummond 1999 ; ECB 2012). Deuxièmement, si T2S est le produit de l'idéologie d'intégration de l'Union, pourquoi lui a-t-il fallu être un monopole public ? Enfin, s'il est le produit des intérêts de pouvoir de la BCE, comment expliquer qu'il n'ait pas été conçu ainsi d'emblée ? Quel était le *problème* que T2S cherchait à résoudre ? Et comment s'articulent les différents problèmes et controverses (technique, juridique, économique, politique) qu'il a soulevés ?

Si maintenant on se place dans une optique de sociologie économique, on pourrait dire que le cas de T2S illustre comment les États – ou plutôt, ici, les institutions européennes – aident à « construire les marchés » en créant institutions et règles pour encadrer la concurrence et les entreprises (Fligstein 1996). On soulignerait le rôle des actions individuelles – par exemple, du personnel dirigeant de la BCE – dans un certain « contexte organisationnel » pour comprendre « ce que pouvaient être leurs projets » (Fligstein et Stone-Sweet 2001 : 33). Dans cette littérature, les difficultés rencontrées et les controverses sur ce qu'est « le marché » et sur les rôles qu'y jouent la banque centrale et les infrastructures témoigneraient de ce que les marchés ne sont pas aussi indépendants de la société que ne le prétendent certains économistes. Cependant, une fois qu'on a identifié les principaux acteurs, qu'on les a situés dans un processus de négociation sur l'intégration des marchés et qu'on a montré que leur concept de marché est en fait assez malléable en fonction de leurs intérêts et stratégies du moment, on se retrouve devant la question de savoir pourquoi les problèmes soulevés lors des quatre controverses étaient apparemment non pas « sociaux » mais « économiques » : création monétaire, production publique ou privée de services, coûts, encadrement juridique du marché.

Enfin, on pourrait se tourner vers les études sociales de la finance pour une approche plus attentive au rôle des concepts et théories économiques dans les processus de construction et de modification des réalités du marché. Cette tradition, dans ses premières formulations, invoquait la théorie des actes de langage pour soutenir que les postulats souvent « non réalistes » de la théorie économique peuvent devenir réels quand celle-ci est « performée » sur les marchés (Callon 1998 : 22 ; voir aussi MacKenzie 2006). Mais aucune théorie économique particulière ne paraît soutenir T2S. Dans une phase ultérieure, les études sociales de la finance ont mis au point le concept plus complexe de « performance » par « agencements », ces deux

mots français renvoyant au complexe d'action au sein de l'ensemble socio-technologique des acteurs humains et non humains (Callon 2008 : 320 ; voir aussi Callon, Millo et Muniesa 2007). Si le présent travail s'est inspiré de l'attention portée par cette tradition aux détails technologiques et à la théorie économique, on ne voit pas bien en quoi la notion d'agencement peut ici faire progresser l'analyse. Ce problème paraît même révéler une limite de beaucoup d'études relevant de cette tradition. Panourgias (2015) identifie une série de controverses autour du projet de fusion d'Euroclear, mais ne semble pas parvenir à dégager leurs relations profondes. Riles (2004) abandonne à mi-chemin son analyse de la tension entre règlements nets et règlements en temps réel pour s'intéresser aux relations familiales au Japon. Dans leur étude sur les chambres de compensation, Millo *et al.* (2005 : 243) relèvent qu'« on n'a pas réussi à maintenir une frontière effective entre négociation et compensation » mais ne développent pas leur analyse du problème conceptuel de la séparation entre marchés et règlement-livraison.

Si ces différentes approches identifient bien d'importantes tensions liées à ce concept : « le marché », elles ne permettraient pas de relier analytiquement les divers problèmes et controverses qui ont surgi à propos du projet T2S dans les domaines technique, juridique, économique et politique. C'est ce que je vais tenter de faire systématiquement au moyen de l'analyse discursive dans la section suivante.

6. Discours économique et intégration européenne

Ce que nous avons observé jusqu'ici à propos de la centralité de ce concept malléable, paradoxal ou contradictoire qu'est « le marché », à l'œuvre dans le processus d'intégration accompagnant T2S, est bien résumé par un de mes interlocuteurs de DCT, qui remarque ironiquement :

On avait dit [à la Commission européenne] : “Non mais attendez, ce n'est pas logique, parce que d'un côté vous reconnaissez que pour avoir un marché unifié des capitaux européens efficace il faut [un DCT] européen, et vous voulez plus de concurrence ?” Et la Commission s'en était sortie par une pirouette intellectuelle en disant : “Oui, mais la concurrence est une étape intermédiaire qui mènera à la consolidation” (*rires*), ce qui est un peu facile » (Entretien 14).

Le marché, c'est d'un côté la *fragmentation* de la concurrence entre produits, services, offreurs et consommateurs. De l'autre, c'est *l'intégration* d'un milieu sûr et « sans frottement » où ces fragments peuvent être échangés. Dans le cas de T2S, la définition paradoxale du marché comme « intégration de la fragmentation » prend la forme d'une relation fondamentalement problématique entre *marché* et *infrastructures de marché*. Selon la BCE, il faut des infrastructures intégrées pour créer « un terrain de jeu aplani » (*a level playing field*, autrement dit une « équité parfaite » entre tous les participants) permettant au marché de se développer et de prospérer (ECB 2015 : 25). Seulement, les infrastructures sont elles-mêmes un marché – ou du moins l'étaient jusqu'à ce que la BCE « internalise » le règlement-livraison ; ou le seront, quand T2S introduira la concurrence. On pourrait dire, bien sûr, qu'un marché fournit les infrastructures nécessaires à un autre marché, comme par exemple celui des fournisseurs d'accès Internet crée l'infrastructure du marché du commerce électronique. Mais cela n'expliquerait pas pourquoi cette question revient sans cesse faire problème dans le cas de T2S. C'est que le problème est dans la conception contradictoire du « marché ». Pour le démontrer, examinons de plus près nos quatre controverses.

6.1. Nouveau regard sur les quatre controverses

Premièrement, ce qu'il importe de noter à propos de la controverse technique sur le DvP, c'est qu'il s'agissait fondamentalement du concept de monnaie, plus précisément de monnaie de banque centrale. Ce qui fait l'importance de la monnaie dans les infrastructures, c'est justement – pour parler comme la théorie économique – qu'elle est un « moyen d'échange ». Pour créer des marchés efficaces, les banques centrales veulent que ce moyen soit aussi efficace (sans frottement) et sûr (sans risque) que possible. La monnaie de banque centrale est le seul actif sans risque, mais alors se pose la question : est-elle elle-même une marchandise sur le marché, ou bien un moyen et une infrastructure situés hors du marché ? Le problème, c'est qu'il lui faut être l'un et l'autre. Dans une économie de troc parfaite, avec des marchés, des fonctions d'utilité et un avenir absolument transparents, il n'y a pas de monnaie (Arrow et Debreu 1954) ; mais sitôt que marchés et marchandises sont conceptualisés comme qualitativement différents et stratifiés – autrement dit, sitôt que la *fragmentation* est incluse dans la

conception du marché –, des « frottements » apparaissent et la monnaie devient une marchandise particulière capable d'atténuer ce problème et de *réaliser* l'état de marché parfait (Brunner et Meltzer 1971).

Cette question présente une autre dimension qui vient encore compliquer le tableau. La monnaie moderne, c'est aussi du crédit et, comme tel, idéalement un pur système comptable enregistrant les positions débitrices et créditrices. Dans le modèle français intégré de DvP adopté ensuite pour T2S, du crédit de banque centrale est créé gratuitement pour les nécessités du règlement-livraison. Ce n'est pas une marchandise au sens d'un bien préexistant à l'échange. En tant que système d'écriture, la monnaie – telle le commissaire-priseur walrasien – doit être sans risque sans frottement, c'est-à-dire doit être un système totalement intégré (dont la création requiert un effort énorme) sous le contrôle de la banque centrale. Et pourtant, la monnaie n'en serait pas moins une marchandise, justement parce qu'elle a un usage « privé » : régler les échanges bilatérales. En tant que telle, il lui revient aussi de circuler sur le marché. J'ai été bien étonné, ayant appris que le nœud du conflit sur le DvP était l'externalisation de la création de monnaie de banque centrale, d'entendre un de mes interlocuteurs affirmer que ce crédit intra-journalier n'est aucunement de la monnaie : seul l'est, m'a-t-il expliqué, un crédit qui passe la nuit (crédit *overnight*) (Entretien 25). La distinction est paradoxale mais importante. Même si les deux types de crédit sont bien des passifs de la banque centrale servant au règlement définitif (autrement dit, le crédit intra-journalier *est bien* de la monnaie entre les mains du bénéficiaire), le crédit intra-journalier est accordé *automatiquement* et *gratuitement* tandis que le crédit *overnight* constitue un prêt porteur d'intérêts. Le crédit intra-journalier est de la monnaie en tant qu'infrastructure, que système comptable, tandis que le crédit *overnight* est de la monnaie en tant que moyen de marché, que marchandise. C'est là toutefois un distinguo problématique. Par exemple, si le crédit intra-journalier n'est pas remboursé en fin de journée, il est automatiquement converti en crédit *overnight* (affecté d'un taux de pénalité, pour dissuader d'y recourir en dehors des cas d'urgence). L'idée ici n'est pas que la création de crédit intra-journalier pour les besoins du règlement-livraison serait « en réalité » de la création monétaire, ou qu'il y aurait des effets importants de « débordement » de l'un sur l'autre. C'est possible, mais très peu probable. L'idée, c'est que si un tel effet est difficile à observer, ce n'est pas parce que marchés et infrastructures sont deux choses différentes, mais parce que marché et infrastructures,

en tant que problèmes, sont inextricables l'un de l'autre, si bien que les plus grands efforts sont déployés pour empêcher l'effet de se produire. De même, on peut dire que le règlement se fait de préférence en monnaie de banque centrale parce que c'est le seul bien qui puisse s'échanger sur les marchés financiers tout en étant en même temps ancré hors de ces marchés, en tant que moyen sans risque et englobant. Il ne s'agit pas ici, comme dans certains débats de « sociologie de la monnaie », de savoir si la monnaie est « en réalité » ou « au fond » une marchandise, un crédit d'État ou un fait social (Ingham 2004 ; Lapavitsky 2005 ; Zelizer 1989), mais de comprendre que les contradictions entre ces différentes définitions du concept de monnaie sont l'une des caractéristiques centrales de la formation discursive de théorie économique dont l'intégration des marchés européens est une part constitutive.

Deuxièmement, la controverse autour de l'Évaluation juridique de la BCE portait sur la question de savoir si le secteur public pouvait assumer une activité jusque-là privée. Le problème posé par les économistes était que, les infrastructures étant des monopoles naturels, cela pouvait représenter un gain d'efficacité par réduction des coûts, mais ne favorisait pas l'innovation. Seulement, le règlement-livraison n'est pas simplement un marché parmi d'autres qui se trouverait être aussi un monopole naturel. Les marchés ont besoin de règlement en tant qu'infrastructure, non pas au sens banal d'intrants mais de « connexion » permettant l'échange entre parties privées ; et pour que le marché soit « efficace », ces connexions doivent englober *tout le monde* également (« terrain de jeu aplani »). Mais alors les infrastructures de règlement ne peuvent pas faire partie du marché proprement dit, car cela signifierait leur stratification et leur fragmentation. La question devient donc de trier entre les activités qui font (ou doivent faire) partie du marché et celles qui relèvent des infrastructures. En tant que service (d'élimination des frottements), elles exercent une activité économique impliquant investissements, coûts et risques ; mais comme infrastructures, elles sont là dans le but exprès de débarrasser le « moment » de l'échange (par opposition à celui de la négociation) de ces coûts, risques et investissements. C'est ce qui a permis à la Commission de changer d'avis sur le point de savoir d'où doit venir l'intégration des systèmes de règlement : des entreprises du secteur en position de concurrence ou de la banque centrale instaurant un monopole parce que le concept de monopole (public) est déjà présent dans ceux de concurrence (privée) et d'intégration des marchés. Les arguments juridiques fournis par la BCE

n'ont fait que faciliter les choses. Ce qui pouvait apparaître comme une volte-face se révèle ainsi n'être qu'un infléchissement, de la même façon que la question apparemment mineure du DvP a débouché sur un grand projet d'intégration. La distinction entre petites et grandes questions paraît perdre son sens quand on étudie des problèmes discursifs (voir aussi Latour 2005 sur la distinction classique micro/macro).

Troisièmement, la controverse économique sur les tarifs de la BCE, qui a abouti à poser le principe du recouvrement intégral des coûts, consistait à décider si les banques centrales (ou d'autres institutions publiques) peuvent faire du profit sur les services qu'elles fournissent. Paradoxalement, si elles en font le secteur « public » entre en « concurrence » avec le « privé » *sur* le marché, et si elles n'en font pas elles « subventionnent » certains agents du marché, ou du moins les favorisent au détriment d'autres (par exemple les grandes banques de dépôt au détriment des petits DCT). Le principe du recouvrement des coûts est la tentative de se tenir sur la ligne de crête entre les deux. Mais il ne résout pas la tension entre rémunération et non-rémunération des services et investissements publics. Seul le marché – entendu comme espace de concurrence où s'effectuent des échanges privés – peut être « profitable ». Mais l'État ou le secteur public a aussi une activité économique ; il supporte des « coûts » et prend des « risques » qui sont censés être négociés et rémunérés en tant que marchandises sur le marché (par exemple Black 2009). La double nature des établissements bancaires – négociants en crédit (marché) et fournisseurs de services de paiement (infrastructure) – offre un autre exemple du même problème, de même que les banques de dépôts mondialisées et les DCT privés lorsqu'ils connectent des marchés³.

La théorie économique est connue pour voir dans le gouvernement une force d'opposition au marché, ou du moins extérieure à lui, mais notre analyse ici montre que la conception concurrentielle du marché *implique* un certain concept de « gouvernement ». Du point de vue de l'analyse de discours, le commissaire-priseur de Walras, le pourvoyeur de monnaie fiduciaire de Lucas (1972), le fournisseur d'actifs sans risque de Black (2009) et même le stabilisateur de la demande globale de Keynes (1965) sont tous des concepts qui cherchent à débarrasser le concept de marché de la

³ Vu sous l'angle de l'analyse de discours, c'est peut-être pour cela que, dans la théorie économique, la finance peut à la fois être une « intermédiation » neutre et le plus parfait acteur de marché en tant qu'acheteur et vendeur de « risques » abstraits (voir Black 2009).

tension entre marché et infrastructures afin de lui assurer son statut de « terrain de jeu parfaitement équitable ». On peut dire que l'idée d'acteur puissant hors marché (ici : la BCE) était déjà implicite dans celle d'« intégration du marché européen » et que T2S est le résultat d'un processus de tensions et de conflit découlant de ce problème. Cela ne revient nullement à voir dans l'intégration du marché européen un pur et simple projet idéologique, car la formation discursive de la théorie économique ne fait pas nécessairement de tout un chacun un fanatique du libéralisme. Plusieurs de mes interlocuteurs en sont de bons exemples (voir aussi Braun 2014) :

Il y a plusieurs façons d'organiser un marché. L'optimum, de mon point de vue, devrait être (*pause*)... Je vais peut-être vous choquer, mais l'optimum devrait être largement défini par la puissance publique, de mon point de vue (Entretien 36, cadre dirigeant d'une chambre de compensation).

[En Europe] nous sommes des régaliens... Que vous soyez conservateur ou socialiste, [il y a] ce repère que l'État a quelque chose à faire quand de la richesse est transférée entre les uns et les autres. Moi, je trouve normal que ce soit une structure régaliennne qui opère [T2S], à savoir l'Eurosystème ; sur le fond, je trouve sain que ce ne soit pas une société commerciale, à but lucratif, qui fasse ce genre de travail (Entretien 31, banquier d'une grande banque de dépôt).

Bien que présentant des ressemblances avec la thèse polanyienne selon laquelle les marchés sont condamnés à mort par leurs paradoxes internes s'ils ne sont pas structurés par la société, la critique de la théorie économique contenue dans la thèse s'écarte à la fois de la sociologie économique traditionnelle (la théorie économique serait fondée sur des postulats « non réalistes ») et de la thèse de la performativité (ces postulats seraient susceptibles de devenir « réels »). La question ici n'est pas celle de la correspondance entre langage (théorie économique) et réalité (marchés). Ce qui nous intéresse, ce sont les structures discursives. La théorie économique part d'une conception des marchés – qu'elle partage avec le projet européen d'intégration – porteuse de problèmes fondamentaux qui créent en permanence tensions et conflits autour des notions d'infrastructure, de monnaie, de monopole, de service public etc.

Quatrièmement, la controverse politique sur l'harmonisation juridique nécessaire pour que T2S réalise son potentiel tournait autour des répercussions considérables d'un projet apparemment simple : l'interconnexion « technique » de plusieurs marchés. Mettre différentes unités jusque-là isolées à même de procéder à des échanges requiert plus que leur mise en contact, c'est-à-dire beaucoup plus que la création d'une infrastructure intégrée au sens technique : il faut organiser et faire travailler de concert des systèmes économiques lourds. De longues séries de différences juridiques et techniques faibles, mais imbriquées de façon complexe et porteuses de lointaines ramifications, doivent être « aplanies ». Si l'on ne met pas fin à des « frottements » comme l'organisation allemande du paiement des dividendes, le règlement-livraison sera porteur de risque, soit précisément ce qu'entendent éliminer les infrastructures intégrées. Le risque doit être acheté et vendu sur le marché à son prix, et non freiner ou menacer ce dernier dans son fonctionnement pratique. Le besoin d'harmonisation illustre donc ce problème : pour supprimer les frottements, ce sont des *systèmes* tout entiers qui doivent être intégrés dans un système unifié.

7. Conclusion : de la conception concurrentielle du marché

Cette thèse a montré que l'ambition apparemment générale et abstraite d'« intégration du marché » portée par l'Union européenne l'attache en fait à une formation discursive particulière, de grande portée, reposant sur une conception concurrentielle du marché et entraînant à sa suite une certaine structure de problèmes et de solutions possibles, dans le cadre de laquelle des projets particuliers comme T2S peuvent être négociés et construits.

Tandis que les auteurs de *political economy*, de sociologie économique traditionnelle et d'études sociales de la finance ont mis en évidence différents aspects fondamentalement problématiques du concept de marché, j'ai développé mon analyse en établissant que la conception du marché comme espace concurrentiel d'individus pratiquant l'échange, qui fonde la formation discursive de la théorie économique et qui est inscrite dans les processus d'intégration européenne des marchés financiers, a implicitement besoin d'un « milieu » ou d'une « infrastructure » où l'échange peut avoir lieu. Mais, paradoxalement, ce milieu à la fois *doit* et *ne peut pas* faire partie du marché. Cela parce que, d'une part, pour que l'échange marchand soit efficace, le milieu

doit être sans risque, sans frottement et sans coût et mettre tous les acteurs en contact de manière parfaitement équitable ; et que, de l'autre, la création d'un tel milieu exige d'importants investissements et comporte la fourniture de services tout en devant aussi être *dans* le marché pour pouvoir exécuter les échanges. Il en résulte un problème qui ne peut que ressurgir sans cesse, sous des formes et dans des contextes variés. Le contexte peut être technique, juridique, économique ou politique. La forme peut être celle de tensions entre public et privé, marchés et leurs infrastructures, finance et « économie réelle », économie et société. On peut tenter de le résoudre au moyen des concepts de monnaie, d'infrastructures, d'État, voire de marché. C'est aussi de cette façon que sont discursivement liées et structurées les quatre controverses repérées autour de T2S, au-delà du fait trivial qu'elles ont surgi au cours de l'avancement du projet.

Une formation discursive est non téléologique en ceci qu'elle ne repose pas sur des mécanismes causaux pré-déterminants ni sur la réalisation d'un ensemble d'intentions ou d'idées. Elle n'est pas non plus idéologie dominante (tel le dogmatisme libéral) ni nécessité inéluctable (telles les lois de l'économie). Il n'est même pas nécessaire que les agents « croient » à l'existence – même idéale – du « pur » marché. Ce qu'elle exige en revanche, c'est que la conception d'un tel marché structure les problèmes et conflits rencontrés par les agents. Une formation discursive est la structure de ce qu'il est possible de savoir, de dire et de concevoir à propos d'un problème donné. Comme telle, elle permet et structure les conflits et le débat possibles entre différentes opinions et théories (économiques). Par ailleurs, elle ne nous autorise pas à distinguer *a priori* entre questions mineures et majeures, politiques et techniques, théoriques et pratiques. L'analyse développée dans cette thèse a démontré que ces principes aident à identifier des aspects de l'intégration européenne des marchés qui échapperaient probablement aux autres approches. Ils ont permis de repérer la trace de problèmes très généraux de théorie économique jusque dans ce monde très technique des infrastructures financières qui ne font que procéder à la livraison « pratique » des titres et de la monnaie *après* que la négociation a eu lieu « sur le marché ». Cela conforte la thèse que la conception concurrentielle du marché constitue un fondement de l'intégration européenne des marchés et que, par suite, ses tensions et contradictions intrinsèques engendrent et structurent en permanence non seulement les problèmes et les conflits mais aussi leurs solutions possibles. De futurs travaux devraient permettre d'élucider

la manière dont la formation discursive de la théorie économique structure certains processus connexes comme la politique monétaire, la régulation des marchés financiers après la crise ou encore le projet d'union des marchés de capitaux. Ces phénomènes ne peuvent pas être convenablement compris seulement comme l'issue d'une négociation politique entre acteurs puissants porteurs d'intérêts et d'idées rigides ou malléables, même en y incluant les acteurs non humains : il faut aussi examiner la formation discursive qui rend déjà possibles de telles négociations, ainsi que la conception même des problèmes et des conflits.

Bibliographie

- Adler-Nissen, Rebecca et Kropp, Kristoffer. 2015. « A sociology of knowledge approach to European integration : four analytical principles ». *Journal of European Integration* 37(2) : 155-173.
- Althusser, Louis. 2005. *Pour Marx*. Paris, La Découverte.
- Arrow, Kenneth et Debreu, Gérard. 1954. « Existence of an equilibrium for a competitive economy ». *Econometrica* 22(3) : 265-290.
- Bacchi, Carol. 2012. « Why study problematizations ? Making politics visible ». *Open Journal of Political Science* 2(1) : 1-8.
- Beckert, Jens. 2009. « The social order of markets ». *Theory and Society* 38(3) : 245-269.
- Berndt, Christian. 2015. « Behavioural economics, experimentalism and the marketization of development ». *Economy and Society* 44(4) : 567-591.
- Black, Fischer. 2009. *Business Cycles and Equilibrium*. Nouvelle édition. Hoboken NJ, John Wiley & Sons.
- Boltanski, Luc. 2009. *De la critique. Précis de sociologie de l'émancipation*. Paris, Gallimard.
- Braun, Benjamin. 2014. « Why models matter : the making and unmaking of governability in macroeconomic discourse ». *Journal of Critical Globalisation Studies* 1(7) : 48-79.
- Brunner, Karl et Meltzer, Allan. 1971. « The uses of money : money in the theory of an exchange economy ». *The American Economic Review* 61(5) : 784-805.
- Callon, Michel (ed.). 1998. *Laws of the Markets*. Oxford et Malden MA, John Wiley & Sons.
- Callon, Michel. 2008. « What does it mean to say that economics is performative ? » dans Donald MacKenzie, Fabian Muniesa et Lucia Siu, *Do Economists Make Markets ?* p. 311-357, Princeton NJ, Princeton University Press.
- Callon, Michel, Yuval Millo et Fabian Muniesa (eds.). 2007. *Market Devices*. 1^{ère} édition. Malden MA, John Wiley & Sons.
- Commission européenne. 2004. « Services financiers : la Commission crée un groupe d'experts sur la compensation et le règlement-livraison ». Bruxelles, Commission européenne. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-04-935_fr.htm. Consulté le 1^{er} août 2016.

- Commission européenne. 2015. *Livre Vert. Construire l'unité des marchés de capitaux*. Bruxelles, Commission européenne. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=FR>. Consulté le 9 août 2016.
- De Goede, Marieke. 2005. *Virtue, Fortune, and Faith: A Genealogy of Finance*. Minneapolis, University of Minnesota Press.
- Diez, Thomas. 2001. « Europe as a discursive battleground discourse analysis and European integration studies ». *Cooperation and Conflict* 36(1) : 5-38.
- Drummond, Helga. 1999. « Are we any closer to the end ? Escalation and the case of Taurus ». *International Journal of Project Management* 17(1) : 11-16.
- ECB. 2006. « The Eurosystem is evaluating opportunities to provide settlement services for securities transactions ». Francfort, Banque centrale européenne. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2006/html/pr060707.en.html>. Consulté le 24 juillet 2015.
- ECB. 2007. *General Principles of T2S*. Francfort, Banque centrale européenne. https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/T2S_AG_meet4_aob.pdf?1c3546f73a61277131005738cc2dd363. Consulté le 25 janvier 2016.
- ECB. 2008a. « Launch of the TARGET2 Securities Project ». Francfort, Banque centrale européenne. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717.en.html>. Consulté le 24 juillet 2015.
- ECB. 2008b. *Legal Assessment*. Francfort, Banque centrale européenne. http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/legal_assess_080523.pdf. Consulté le 6 mai 2015.
- ECB. 2012. « Press release : Eurosystem collateral management services and systems ». Francfort, Banque centrale européenne. <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120615.en.html>. Consulté le 2 février 2015.
- ECB. 2015. *T2S User Requirements*. Francfort, Banque centrale européenne. http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/2015-02-18_urd_5_04.pdf?deeb3b67fd10aaf8b0730c5920e04f89. Consulté le 9 août 2016.
- Fligstein, Neil. 1996. « Markets as politics : a political-cultural approach to market institutions ». *American Sociological Review* 61(4) : 656-673.

- Fligstein, Neil et Stone-Sweet, Alec. 2001. « The institutionalisation of the Treaty of Rome » dans A. Stone-Sweet, W. Sandholtz et N. Fligstein (eds.), *The Institutionalization of Europe*, p. 29-55. New York, Oxford University Press.
- Foucault, Michel. 1992. *L'Archéologie du savoir* [1969]. Paris, Gallimard.
- Foucault, Michel. 1994a. « Réponse à une question » [1968], *Dits et Écrits 1954-1988, vol. I : 1954-1969*, texte n° 58. Paris, Gallimard.
- Foucault, Michel. 1994b. *Les Mots et les Choses : une archéologie des sciences humaines* [1966]. Paris, Gallimard].
- Foucault, Michel. 1994c. « Polémique, politique et problématisations » [1984], *Dits et Écrits 1954-1988, vol. IV : 1980-1988*, texte n° 342. Paris, Gallimard.
- Foucault, Michel. 1994d. « Qu'est-ce que les Lumières ? » [1984], *Dits et Écrits 1954-1988, vol. IV : 1980-1988*, texte n° 351. Paris, Gallimard.
- Fourcade, Marion et Khurana, Rakesh. 2013. « From social control to financial economics : the linked ecologies of economics and business in twentieth century America ». *Theory and Society* 42(2) : 121-159.
- Giovannini Group. 2001. *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*. Bruxelles, Commission européenne. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf. Consulté le 4 septembre 2015.
- Granovetter, Mark. 1985. « Economic action and social structure : the problem of embeddedness ». *American Journal of Sociology* 91(3) : 481-510.
- Grossman, Emiliano. 2012. « Financial regulation in Europe : from the battle of the systems to a Jacobinist EU », dans *Constructing a Policy-making State ? Policy dynamics in the European Union*, p. 189-208. Oxford, Oxford University Press.
- Gunten, Tod S.Van. 2015. « Cycles of polarization and settlement : diffusion and transformation in the macroeconomic policy field ». *Theory and Society* 44(4) : 321-354.
- Gutting, Gary. 1989. *Michel Foucault's Archaeology of Scientific Reason : Science and the History of Reason*. Cambridge UK et New York, Cambridge University Press.
- Hindess, Barry. 1977. « Humanism and teleology in sociological theory » dans B. Hindess (ed.), *Sociological Theories of the Economy*, p. 157-189, Londres, Macmillan.

- Ingham, Geoffrey K. 2004. *Nature of Money : New Directions in Political Economy*. 1^{ère} édition. Cambridge UK et Malden MA, Polity Press.
- Jabko, Nicolas. 2006. *Playing the Market : A Political Strategy for Uniting Europe, 1985-2005*. Ithaca NY, Cornell University Press.
- Kallestrup, Morten. 2002. « Europeanisation as a discourse : domestic policy legitimisation through the articulation of a “need for adaptation” ». *Public Policy and Administration* 17(2) : 110-124.
- Keynes, John Maynard. 1965. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. San Diego, Mariner Books.
- Lamfalussy Group. 2001. *Rapport final du comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières*, Bruxelles, Commission européenne. http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_fr.pdf. Consulté le 1^{er} août 2016.
- Lapavistas, Costas. 2005. « The social relations of money as universal equivalent : a response to Ingham ». *Economy and Society* 34(3) : 389-403.
- Latour, Bruno. 1988. « A relativistic account of Einstein’s relativity ». *Social Studies of Science* 18(1) : 3-44.
- Latour, Bruno. 2005. *Reassembling the Social : An Introduction to Actor-Network-Theory*. Oxford, Oxford University Press.
- Lima, Iara Vigo de. 2010. *Foucault’s Archaeology of Political Economy*. Houndsmill Basingstoke et New York, Palgrave.
- Lucas, Robert E. 1972. « Expectations and the neutrality of money ». *Journal of Economic Theory* 4(2) : 103-124.
- MacKenzie, Donald. 2006. *An Engine, Not a Camera : How Financial Models Shape Markets*. Cambridge MA, The MIT Press.
- McCreevy, Charlie. 2006. « Clearing and settlement : the way forward ». Bruxelles, Commission européenne.
- Millo, Yuval, Muniesa, Fabian, Panourgias, Nikiforos S. et Scott, Susan V. 2005. « Organised detachment : clearinghouse mechanisms in financial markets ». *Information and Organization* 15(3) : 229-246.
- Milne, Alistair. 2007. « Competition and the rationalisation of European securities clearing and settlement » dans *The Structure of Financial Regulation*, chap. 12. New York, Routledge.

- Mügge, Daniel. 2010. *Widen the Market, Narrow the Competition : Banker Interests and the Making of a European Capital Market*. Colchester, ECPR Press.
- Muniesa, Fabian, Chabert, Dominique, Ducrocq-Grondin, Marceline et Scott, Susan V. 2011. « Back-office intricacy : the description of financial objects in an investment bank ». *Industrial and Corporate Change* 20(4) : 1189-1213.
- Norman, Peter. 2007. *Plumbers and Visionaries : Securities Settlement and Europe's Financial Market*. John Wiley & Sons.
- Osborne, Thomas. 2003. « What is a problem ? » *History of the Human Sciences* 16(4) : 1-17.
- Panourgias, Nikiforos S. 2015. « Capital markets integration : a sociotechnical study of the development of a cross-border securities settlement system ». *Technological Forecasting and Social Change* 99 : 317-338.
- Polillo, Simone. 2011. « Wildcats in banking fields : the politics of financial inclusion ». *Theory and Society* 40(4) : 347-383.
- Quaglia, Lucia. 2010. *Governing Financial Services in the European Union : Banking, Securities and Post-Trading*. 1^{ère} édition. Londres et New York, Routledge.
- Riles, Annelise. 2004. « Real time : unwinding technocratic and anthropological knowledge ». *American Ethnologist* 31(3) : 392-405.
- Scott, Susan V. et Zachariadis, Markos. 2012. « Origins and development of SWIFT, 1973-2009 ». *Business History* 54(3) : 462-482.
- Serifsoy, Baris et Weiß, Marco. 2007. « Settling for efficiency – A framework for the European securities transaction industry ». *Journal of Banking & Finance* 31(10) : 3034-3057.
- Smith, Nicola et Hay, Colin. 2008. « Mapping the political discourse of globalisation and European integration in the United Kingdom and Ireland empirically ». *European Journal of Political Research* 47(3) : 359-382.
- Story, Jonathan et Walter, Ingo. 1997. *Political Economy of Financial Integration in Europe : The Battle of the Systems*. New York, Manchester University Press.
- Théret, Bruno. 2007. « La monnaie au prisme de ses crises d'hier et d'aujourd'hui » dans *La monnaie dévoilée par ses crises. Volume I: Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, p. 17-74. Paris, Éditions de l'EHESS.

- UE 1992. Traité sur l'Union européenne du 29 juillet 1992 : Article 3a.
http://www.statistiques-mondiales.com/pdf/traite_de_maastricht.pdf. Consulté le 3 août 2016.
- UE 2012. *Statuts du système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne*.
https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026fr_protocol_4.pdf.
Consulté le 2 août 2016
- Van Cayseele, Patrick. 2004. *Competition and the Organisation of the Clearing and Settlement Industry*. KU Leuven, Department of Economics.
<http://feb.kuleuven.be/eng/ew/discussionpapers/Dps04/Dps0413.pdf>. Consulté le 26 juin 2015.
- Wæver, Ole. 2009. « Discursive approaches » dans A. Wiener et T. Diez (eds.), *European Integration Theory*, Oxford University Press.
- Zelizer, Viviana A. 1989. « The social meaning of money : “Special Monies” ». *American Journal of Sociology* 95(2) : 342-377.