

«Paris devra redoubler de créativité»

La place de Paris doit continuer à faire preuve d'innovation et conserver son image technologique forte, même dans le cadre d'Euronext.

— Faut-il aller vers une bourse européenne ?

L'évolution logique serait d'aller vers une totale intégration des marchés de capitaux en Europe et donc une seule bourse. Pourquoi «logique» ? Parce que c'est la conséquence normale du marché unique et de la monnaie unique, et que les marchés financiers correspondent assez bien à ce que les économistes appellent un «monopole naturel». Ils fonctionnent en effet, en règle générale, avec des rendements croissants jusqu'à une taille avancée. Alors que les économies d'échelle ne sont pas toujours au rendez-vous des restructurations dans la banque ou l'assurance, elles sous-tendent le rapprochement des bourses permettant par exemple une réduction des coûts de transaction unitaires. On pourrait bien sûr étendre l'argument au-delà de l'Europe, et considérer que le monde se porterait mieux avec une seule bourse. Outre qu'alors se poseraient des problèmes de concurrence (ou plutôt d'absence de concurrence) et de protection

«La marche vers la bourse européenne unique va être largement conditionnée par l'attitude britannique.»

des consommateurs (en l'espèce les clients des services financiers), il ne faudrait quand même pas pousser l'idée du monopole naturel à l'extrême limite. A partir d'une certaine taille critique, les rendements d'échelle sont susceptibles de se retourner. Mon hypothèse est que

cette taille critique est supérieure à ce que donnerait la fusion des bourses européennes (l'élargissement, sans doute à partir de 2004-2005, vers les plus avancés des pays d'Europe de l'Est et donc vers leurs marchés financiers émergents ne remet pas vraiment en cause cette hypothèse...).

Tant que le Royaume-Uni reste en dehors de la zone euro, on peut s'attendre à ce que la logique de concurrence entre la City et les places financières d'Europe continentale l'emporte sur la logique de coopération entre elles. Donc la marche vers la bourse européenne unique va être largement conditionnée par l'attitude britannique. Quoiqu'il en soit, après l'échec du projet iX, Euronext devient le noyau dur fédérateur auquel devraient s'agréger d'autres places européennes, par un mouvement de cercles concentriques.

J'ajoute que la bourse européenne unique appellera logiquement une Cob européenne. Aujourd'hui, ce serait prématuré et il vaut mieux renforcer la coopération entre les Cob nationales. Demain, c'est-à-dire peut-être dans cinq ans, il faudra aller au-delà.

— Quel sera le rôle pour la place de Paris dans un marché européen intégré ?

Il faut avoir une version assez large et distinguer le rôle de Paris comme opérateur, et comme initiateur.

Comme opérateur, Paris devrait rester une place très diversifiée, quasi universelle car offrant une gamme très large de produits et de marchés. Ceci dit, même une place fortement diversifiée doit appliquer la règle des avantages comparatifs. Un exemple : sur les marchés organisés d'instruments dérivés, à

Christian de Boissieu
Professeur
Université de Paris I
(Panthéon-Sorbonne)

propos desquels Paris a connu quelques déceptions et des délocalisations d'activités vers Francfort, il ne faudra pas chercher à être excellent sur toute la gamme des contrats, mais conserver ou acquérir une position forte sur quelques uns.

Malgré internet et la démultiplication des opérations à distance, Francfort va continuer à profiter de la proximité de la BCE. Paris, dans le cadre d'Euronext, devra redoubler de créativité et de flexibilité. Ceci concerne par exemple le lancement des fonds de pension : arrêtons de les diaboliser, et prenons la loi Fabius sur l'épargne salariale comme un point de départ plutôt qu'un point d'arrivée. Nous devons aussi remettre de l'ordre dans notre fiscalité de l'épargne, en hiérarchisant mieux les actions et les obligations.

Comme initiateur, Paris doit conserver son image technologique forte. Il lui revient aussi de jouer un rôle majeur dans le succès et l'élargissement progressif du périmètre d'Euronext et dans les compléments indispensables au marché unique des services bancaires et financiers, qu'il s'agisse de rapprocher les fiscalités de l'épargne ou d'adopter de nouvelles directives totalement adaptées aux innovations du marché.

— *Quel sera l'impact du rapprochement COB-CMF ?*

Dans les débats réglementaires, la France adopte une formule « à l'australienne », en simplifiant la supervision et la régulation autour de deux grands pôles. L'un de ces pôles va résulter de la fusion COB-CMF, pour ce qui touche aux opérations de marché. On peut attendre de cette fusion une simplification, plus de cohérence et une meilleure

synergie entre régulateurs et professionnels des marchés. Cela va constituer une étape importante dans l'amélioration de la coordination entre les autorités compétentes en France. Mais une étape seulement, car les réformes institutionnelles sont à la fois nécessaires et en même temps rarement suffisantes.

« La volatilité persistante va amener un certain nombre d'investisseurs à délaissier la gestion indicielle au profit de méthodes de gestion plus sophistiquées. »

— *L'Europe est-elle un marché attractif ?*

La faiblesse de l'euro depuis sa création ne doit pas être l'arbre qui cache la forêt. L'Europe attire beaucoup d'investissements directs étrangers, et pas mal d'investissements de portefeuille, et dans cet ensemble européen la France est bien placée. Ceci dit, nous devons améliorer la compétitivité de notre espace économique et de nos marchés financiers. Les marchés veulent non seulement du rendement (après impôts) mais aussi de la croissance. A nous de savoir transformer la reprise actuelle en croissance durable. Cela passe par des réformes structurelles (réforme fiscale, financement des retraites, éducation et formation...) toujours difficiles à concrétiser à quelques encablures des prochaines échéances électorales. Les marchés

veulent aussi de la sécurité et de la liquidité. La bourse européenne devrait nous permettre de fournir une espérance – j'allais dire une assurance, mais le mot est trop fort – de liquidité comparable à celle de Wall Street. Nous n'en sommes pas là aujourd'hui, mais ce défi doit figurer parmi les priorités.

— *La volatilité des marchés boursiers va-t-elle persister ?*

Oui, en restant plus marquée sur les marchés les moins liquides (nouveaux marchés dans les pays industrialisés, marchés émergents dans les pays en développement), donc sur une proportion importante des valeurs internet. Un krach style octobre 1987 provoque deux effets bien connus, le report vers « la qualité » et le report vers la liquidité. Nous ne sommes pas, à court terme, dans une telle configuration, mais nous constatons quand même le jeu de ces phénomènes de report. Nous sommes et nous allons rester pendant encore quelques mois dans le scénario de corrections nécessaires entrecoupées de rebonds, avec au bout du compte une baisse plus marquée pour le Nasdaq et les indices des marchés correspondants en Europe que pour le premier compartiment.

La volatilité persistante va amener un certain nombre d'investisseurs à délaissier la gestion indicielle au profit de méthodes de gestion plus sophistiquées. Elle va aussi conduire la plupart des investisseurs à plus de sélectivité : la montée des spreads de signature est une tendance lourde de la finance nationale et internationale. ●

Propos recueillis par C. C.