



L'IMPORTANCE DES MARCHÉS BOURSIERS POUR L'AVENIR DES PLACES FINANCIÈRES

MICHEL DIDIER *

L'histoire montre que les places financières se sont assez largement construites autour des Bourses de valeur, suggérant ainsi que l'existence d'un marché boursier organisé joue un rôle déterminant dans le développement d'une Place financière. Mais s'agit-il d'une rencontre historique circonstancielle ou d'un lien fort et nécessaire ? Nous soutenons que le lien existe toujours aujourd'hui, mais qu'il a profondément changé de nature. Il doit être vu aujourd'hui comme un système en réseau avec des nœuds privilégiés en interactions mutuelles.

Une Place financière est une agglomération de ressources humaines, de compétences, d'information et de moyens techniques permettant un développement harmonieux des échanges financiers. Dans une économie développée, les transactions financières sont réparties sur l'ensemble du territoire. On constate toutefois une concentration forte des transactions, en nombres et en montants, en des lieux privilégiés. Une Place financière se reconnaît d'abord sur le terrain : la City de Londres, Downtown à Manhattan. Une Bourse des valeurs est une organisation structurée et plus spécifique, dont la fonction est d'organiser et de garantir le fonctionnement régulier de négociations et de transactions portant sur des instruments financiers normalisés.

Il est clair qu'il existe une similitude entre les fonctions économiques d'une Place financière et celles d'une Bourse des valeurs, et la première intuition peut même conduire à les assimiler sinon à les confondre. Ce serait pourtant excessif. Si l'objet d'une Bourse de valeurs est de réaliser des transactions portant sur des instruments de marché, il existe

* Professeur au Conservatoire national des arts et métiers.



beaucoup d'autres transactions financières comme le crédit ou l'investissement direct dans des entreprises industrielles qui ne relèvent pas des Bourses de valeurs. Il existe aussi bien d'autres métiers financiers que celui de gérer les transactions. Enfin, bien d'autres activités existent avant et après les transactions financières proprement dites.

La concordance entre Places financières et Bourses des valeurs est une réalité historique. C'était presque une évidence dans les pays où les opérations financières étaient largement contrôlées par les pouvoirs publics. Par exemple, jusqu'à la fin des années 1980, l'existence de la Place financière de Paris intégrant la Bourse, on dirait presque autour de la Bourse, allait de soi. Le secteur financier était étroitement contrôlé par les pouvoirs publics, qu'il s'agisse du contrôle de la propriété (banques et assurances nationalisées) ou du contrôle exercé par la politique monétaire (sélectivité et encadrement du crédit, réglementation des taux créditeurs) et par la politique budgétaire (fiscalité spécifique des produits d'épargne). Les marchés financiers étaient largement sous tutelle et la balance des paiements était elle-même sous surveillance par le contrôle des changes, la cotation des monnaies se faisant à la Bourse des valeurs.

Au-delà du cas français, les marchés financiers nationaux étant relativement isolés les uns aux autres, les acteurs étaient conduits à s'agglomérer au sein de Places financières nationales. Il revenait à une compagnie d'agents de change (ou ailleurs à des monopoles publics ou privés équivalents) de finaliser et d'authentifier les transactions sur les valeurs mobilières. Dans certains pays moins centralisés que la France, la Place financière se situait naturellement dans la ville siège des autorités financières : Francfort en Allemagne, São Paulo au Brésil, Milan en Italie... Aux États-Unis, ce sont les autorités qui ont migré vers la Place financière. Si la Réserve fédérale a son siège à Washington, l'organe exécutif de la politique monétaire est à New York.

Les métiers de la finance n'échappent pas au phénomène quasi-universel d'agglomération des unités économiques en des lieux privilégiés. La proximité physique est source pour chacun d'une meilleure efficacité exprimant ce que les économistes appellent des *externalités positives*. La performance de chacun est améliorée du fait de la présence et de l'activité des autres. C'est ainsi, par exemple, que s'explique rationnellement l'apparition des villes dans l'analyse économique des territoires et des quartiers financiers dans certaines villes. Les externalités sont de natures très variées. La proximité facilite la gestion et à la circulation de l'information sur les biens et sur les hommes. Elle permet le fonctionnement des marchés (« la Place du marché ») et le regroupement des activités manufacturières et de services. Elle facilite la constitution d'un bassin d'emploi et de compétences.



Certains modèles théoriques insistent sur le fait que les avantages de la proximité sont plus sensibles pour les activités à forte valeur ajoutée et bénéficiant d'économies d'échelle. Ces activités ont le pouvoir de fixer la main-d'œuvre qualifiée qui, par nature, recherche la mobilité et le mode de vie urbain. L'analyse économique générale de la localisation s'applique à la finance qui remplit toutes les conditions pour avoir vocation à s'agglomérer en un même lieu. Pour la plupart de ses métiers, la taille est un atout. Les volumes traités peuvent augmenter sans qu'il faille augmenter dans les mêmes proportions les effectifs employés ou les équipements informatiques. Il y a rendements croissants et économies d'échelle.

S'agissant plus précisément des marchés financiers, la liquidité est une fonction croissante du nombre des participants. La « proximité » assure à chaque intervenant la quasi-certitude de trouver en toutes circonstances une contrepartie et de voir se former des prix d'équilibre. Les entreprises chargées de l'animation des marchés ont elles-mêmes à amortir des équipements coûteux sur le plus grand nombre possible de transactions. Le moteur des économies d'échelle et des effets d'agglomération, qui a poussé à la convergence entre Bourses des valeurs et Places financières, a longtemps été la proximité géographique des acteurs. Certains métiers spécialisés comme l'animation du marché primaire des actions et des obligations, le conseil en fusions et acquisitions ou la banque privée, peuvent être assurés par un tout petit nombre d'établissements constitués en oligopole ce qui n'exclut pas une forte croissance. Cas extrême, la gestion de la liquidité pousse à l'existence d'une seule entreprise de Place, la Bourse des valeurs résultant d'une situation de « monopole naturel ».

En résumé, la Place financière rassemble les membres d'un oligopole, tout au moins leurs métiers qui ne sont pas tournés vers des clientèles dispersées (agences, réseaux commerciaux...). Viennent s'agréger d'autres entreprises de services spécialisés, dont la clientèle est constituée des firmes « fournisseurs » de l'oligopole : agences de notation, courtiers, presse financière, sociétés de services informatiques, écoles de commerce, formation permanente, cabinets de conseil, juristes... La Bourse de valeurs comme les autorités monétaires et les autorités de contrôle font évidemment partie intégrante de la Place financière.

Le contexte précédent qui a longtemps prévalu a changé avec le démantèlement des dispositifs et réglementations qui conduisaient à la fragmentation des marchés financiers, en Europe la formation du marché unique des capitaux et la création de l'euro, plus généralement dans le monde l'ouverture générale et la déréglementation des marchés de capitaux. Une nouvelle problématique s'est donc installée progres-



sivement sur la notion et le rôle des places financières nationales. Simultanément, la technologie du rapprochement des offres et des demandes aboutissant aux transactions financières s'est profondément transformée. La dématérialisation des supports et la transmission instantanée des données peuvent même laisser à la limite penser qu'une totale dissociation entre des Places financières et un « web » mondial de transactions financières devient possible, les données qui poussent à la concentration géographique pouvant, à la limite, totalement disparaître.

La fonction de transaction tend elle-même à se diversifier avec l'apparition de systèmes alternatifs de transactions (*Alternative Trading Systems* - ATS). De façon générale, les systèmes électroniques réduisent le besoin de contacts personnels et n'ont pas véritablement de localisation géographique. Les Bourses de valeurs conservent, quant à elles, certaines caractéristiques et des règles strictes : les échanges restent concentrés autour de lieux et à certains horaires, les clients ne peuvent participer aux échanges qu'au travers d'intermédiaires agréés, les échanges ne peuvent porter que sur des valeurs listées. Les ATS offrent une gamme de services moins structurée, mais plus large et théoriquement des coûts de transactions moins élevés. Le risque est, en revanche, de voir la concurrence conduire à une fragmentation en marchés moins liquides.

Aux États-Unis, l'organisation institutionnelle des Bourses a freiné le mouvement vers l'automatisation, ce qui encourage l'émergence d'ATS. En Europe, les Bourses de valeur ont fait la preuve de leur capacité à innover et les positions des ATS restent très faibles sur les marchés d'actions et limités à des étroites niches.

La proximité géographique reste évidemment aujourd'hui une forme d'intégration forte, mais ce n'est plus la seule et les Bourses de valeurs dont l'outil principal est désormais un système électronique de négociation, en se dématérialisant, affaiblissent aussi leur lien avec une Place financière particulière.

Les logiques de regroupement des Bourses de valeurs ne sont plus territoriales, mais sont guidées par les stratégies des sociétés propriétaires des marchés boursiers, elles-mêmes pour la plupart cotées en Bourse et par la maîtrise des systèmes informatiques de négociation, de compensation et de règlement-livraison. Des projets d'alliances se sont ainsi formés, puis se sont défaits comme dans d'autres secteurs de l'économie. À ce jour, la seule construction réussie est Euronext, entreprise franco-belgo-néerlandaise, puis portugaise, qui a proposé une stratégie d'architecture ouverte et se propose de maîtriser toute la chaîne de valeur dans un système unifié. Euronext a, en outre, racheté le LIFFE, marché de futures de Londres. L'approche ouverte proposée au départ par la Société des Bourses françaises témoigne de sa capacité de réussite. Elle



montre aussi comment évolue aujourd'hui la problématique de localisation. En définitive, les avantages concurrentiels d'une Place financière reposent toujours sur une forme d'intégration avec une Bourse de valeurs.

Comme l'indique à juste titre Alexandre Duvivier dans une étude récente, « si la Place financière ne se réduit tout d'abord pas à l'existence de systèmes de marchés, et, en particulier, à la présence d'une Bourse de valeurs, on ne peut dans le même temps concevoir qu'une Place financière existe sans être pleinement intégrée à ces systèmes ». L'intégration des marchés financiers mondiaux change la nature des liens entre Places financières et Bourses des valeurs, elle ne les supprime certainement pas. Les Bourses de valeurs restent des nœuds essentiels dans le réseau des Places financières.

BIBLIOGRAPHIE

5

DUVIVIER A. (2004) « L'attractivité des places financières », *Bulletin de la Banque de France*, n° 123.

MUHLBERGER M., « Digital economy and structural change », Deutsche bank Research Economics January 11, 2005, n° 47.

RAMOS S.B. (2003, Feb.) « Competition between stock exchanges: a survey », HEC Lausanne, FAME, *Research paper* n° 77.

