

## ENTRETIEN AVEC GÉRARD DE LA MARTINIÈRE

*DIRECTEUR GÉNÉRAL D'AXA, PROMOTEUR ET ANCIEN PRÉSIDENT DU MATIF*

*« Nous avons créé un nouveau marché sous la responsabilité commune des principaux acteurs de la place. »*

REF : *A posteriori le MATIF apparaît comme naturellement intégré dans le paysage financier. Qu'en était-il au moment de la conception du marché et quelle crainte aviez-vous quant au devenir du MATIF?*

Gérard de la Martinière : Le démarrage du MATIF s'est situé dans un petit coin du palais Brongniart . Je crois que c'est assez symbolique d'une initiative qui s'inscrit dans la logique de développement du marché des valeurs mobilières. L'avant-projet avait été étudié par la Chambre Syndicale des Agents de Change sous la forme d'un marché à terme d'obligations, un peu inspiré du marché à terme des actions (règlement mensuel).

Puis les spécialistes ont souhaité, à juste titre, examiner la façon dont ce problème avait été traité à l'étranger c'est-à-dire principalement à l'époque, aux États-Unis mais aussi en Grande-Bretagne, et ils en étaient revenus avec une conception un peu plus ambitieuse de développement d'un véritable marché de « futures » selon l'appellation consacrée et avec un certain nombre de schémas de fonctionnement qui étaient inspirés des schémas anglo-saxons.

Malgré le succès tout à fait considérable que ces produits avaient eu aux États-Unis, je ne crois pas qu'on ait réellement imaginé que ça pouvait prendre une importance pareille à Paris. Il faut dire que l'essai qui avait été fait à Londres avec la création du LIFFE plusieurs années avant aux environs de 82/83 n'avait pas donné des résultats étincelants. Ceci laissait supposer que le développement spectaculaire du marché de Chicago pouvait être une spécificité américaine.

L'autre caractéristique de la situation au moment du lancement du marché était le débat noué au niveau de la place pour savoir si l'implantation en France des formules de marché de produits dérivés devait s'inscrire dans une logique de marché de valeurs mobilières alors encore fortement marqué par l'existence d'une organisation spécifique remontant au début du dix-neuvième siècle, ou bien si elle devait plutôt s'inscrire dans un schéma de marché interbancaire suivant une culture davantage inspirée par les pratiques des changes et la trésorerie.

Il y a donc eu un débat relativement vif qui s'est vraiment traduit par une solution de compromis, qui ne s'est pas avérée si mauvaise, puisqu'elle a visé à créer un nouveau marché et non pas simplement à enrichir d'un nouveau produit le marché existant, donc avec un objectif relativement ambitieux et avec les moyens de cette ambition. Par ailleurs, on a voulu le construire sous la responsabilité commune des principaux acteurs de la place et c'est comme ça qu'ont été constitués les organes qui ont pris en charge la création de ce nouveau marché, en associant à la fois intermédiaires financiers et spécialistes techniques des Agents de Change, banquiers et investisseurs institutionnels, notamment les compagnies d'assurances. Mais ce nouveau marché a été placé à proximité immédiate de la Bourse dans le prolongement en quelque sorte de l'organisation et de la tradition boursière.

Je crois qu'au moment où on a lancé le MATIF, on avait deux préoccupations principales :

- La première c'était : « est-ce que ça va mordre ? est-ce que c'est quelque chose qui va véritablement trouver son point d'application ? est-ce qu'il va y avoir des consommateurs de ce type de produits ? » Nous avons été très vite rassurés.

- La deuxième question qui était plus institutionnelle : Faut-il avoir l'ambition de développer un nouveau marché avec une pleine capacité, une ambition propre, ou bien faut-il d'une manière ou d'une autre concevoir ce dispositif comme un compartiment des valeurs mobilières ? Après avoir été l'objet de débats relativement vifs, la réponse apportée, là aussi par les utilisateurs du marché, c'est que ce marché avait vocation à embrasser bien plus qu'un simple prolongement du marché comptant des obligations.

Sur ces deux points on a été assez vite fixé sur l'intérêt des opérateurs du marché français pour ce type de produits nouveaux et sur la reconnaissance d'une vocation autonome.

— *Comment s'est mise en place la structure du MATIF pour les aspects pratiques ?*

— La procédure suivie a été assez exemplaire et très efficace. Il y a eu un projet concocté par la Chambre Syndicale des Agents de Change. Un projet un peu captateur pour trouver le moyen de développer le champ d'activité des Agents de Change. Il y a eu une réaction vigoureuse menée, en particulier par les gens qui dans les banques n'étaient pas au contact des Agents de Change : les trésoreries et les salles de change qui n'avaient aucune relation d'habitude ou de complicité intellectuelle avec les Agents de Change. Ils sont montés au créneau très vigoureusement pour dire « attention si on doit faire en France des marchés de futures, il faut que ces

marchés soient capables de travailler de manière beaucoup plus large que sur les seules valeurs mobilières cotées traditionnelles ».

Et puis une fois cet affrontement indispensable réalisé on a pu fixer des points de convergence, avec l'aide des organes de la place (y compris la COB), tous les gens intéressés se sont mis au travail ensemble avec l'idée d'aboutir à la réalisation de ce projet. Et dans des délais relativement rapides pour deux raisons :

D'une part, il y avait effectivement le sentiment assez vif de la part d'un certain nombre d'opérateurs que le moment était venu pour l'introduction de ce type de produit, qu'un besoin réel existait chez beaucoup d'opérateurs de disposer de produits de couverture. On avait déjà vécu des périodes de forte volatilité des taux d'intérêt et l'ensemble des opérateurs de ce marché manifestait un grand intérêt pour ce type de produit.

Parallèlement, on s'inscrivait dans une démarche initiée par le Ministre des Finances et la Direction du Trésor sur la modernisation de la gestion de la dette publique française qui impliquait de façon relativement évidente la disposition d'instruments de type futures sur taux d'intérêt. D'où le lancement d'une procédure qui a revêtu l'aspect d'une course contre la montre. Le Ministre des Finances a pris les devants en faisant adopter par le Parlement, dès le mois de juillet 1985, le premier article de la loi qui fixait le cadre de référence du marché et le groupe de travail constitué au niveau de la place a travaillé de façon très active pendant quatre ou cinq mois pour arriver à définir le mode de fonctionnement du marché, le profil des premiers produits, etc. Il y a donc eu une œuvre collective très efficace de la place dans cette affaire.

61

— *Vous avez mentionné l'attitude de l'administration et de la Direction du Trésor. Quel était globalement le sentiment des diverses autorités réglementaires ?*

— Le Ministre des Finances et l'administration du Trésor étaient très demandeurs et moteurs dans cette affaire. Le souvenir anecdotique que je conserve (je rappelle que le MATIF a été lancé le 20 février 1986) c'est qu'au début de 1986, il ne se passait pratiquement pas de jour sans que le responsable du cabinet du ministre de l'époque ne m'interroge pour savoir quand on allait ouvrir le marché. Il fallait expliquer que nous n'avions pas encore tous les instruments ni tous les moyens nécessaires pour ne pas prendre de risques ; il faut dire qu'il y avait les élections qui se profilaient ce qui pouvait expliquer une certaine impatience.

J'ajouterai que les autres autorités de la place étaient à l'époque relativement peu sensibilisées. La COB et la Banque de France avaient peu d'expérience de ce type de problème et ils ont eu une attitude très ouverte, ce qui a permis de ne pas rencontrer de difficultés dans la phase prépara-

toire. Je crois que depuis, l'acquisition d'une meilleure connaissance des différentes autorités de la place et l'expérience des crises des marchés comme le krach de 1987 ont conduit parfois à une attitude moins ouverte à l'égard des nouveaux développements des marchés à terme. Il y a sans doute un équilibre à retrouver entre l'époque des pionniers, au cours de laquelle on a pu faire beaucoup de choses rapidement et puis une époque de mûrissement au cours de laquelle on se sent un peu bridé.

— *La montée en puissance s'est quand même faite très rapidement. Au niveau de toute l'organisation administrative et informatique de la chambre de compensation comment a-t-il été possible de suivre ce rythme, est-ce que tout était prévu dès le départ ?*

— Il faut donner acte à la Chambre Syndicale des Agents de Change de son apport. Lorsqu'elle avait effectivement préparé un projet de marché à terme d'obligations, elle avait non seulement bâti un schéma opératoire, mais elle s'était également préoccupée de préparer le support logistique correspondant et comme elle n'avait pas sous la main les moyens nécessaires, elle avait pris le parti d'importer un dispositif qui avait fait ses preuves ailleurs. Ainsi, elle s'était adressée à « ICCH », une chambre de compensation de Londres qui avait déjà une pratique de la gestion de la compensation de marchés à terme et elle lui avait donc passé commande du système informatique qui serait nécessaire pour pouvoir gérer une compensation de contrats à terme.

Nos amis anglais d'I.C.C.H, considérant toujours avec un certain scepticisme les capacités françaises à développer les marchés de produits financiers, avaient à l'époque jugé que pour équiper le futur marché à terme des taux d'intérêt de la place de Paris, il devait être largement suffisant d'importer et de transposer le dispositif qu'ils avaient mis en place quelques années avant pour traiter le marché à terme de la laine en Nouvelle-Zélande. Et c'est comme ça que les premiers programmes ont été matériellement acheminés de Nouvelle-Zélande à Paris pour pouvoir préparer le lancement du marché.

Le support informatique constituait un élément tout à fait important mais nécessitait encore un minimum de préparation, notamment pour la traduction des programmes dans un français intelligible ; et ce premier équipement s'est avéré à peu près capable de supporter le choc d'un développement explosif de l'activité, non sans donner des sueurs froides aux responsables du marché.

L'autre aspect était celui de l'organisation matérielle du marché : il avait trouvé une solution qui s'est avérée plus provisoire puisqu'elle était dans un couloir étroit au troisième étage du Palais Brongniart. Elle s'est avérée très vite inadaptée aux besoins du marché. Ça a été la première chose qu'il

a fallu changer. Dès le lendemain du lancement du marché, il est apparu clairement qu'il fallait mettre en chantier une nouvelle salle de négociation ; ce qui a été réalisé en quelques mois à peine.

Enfin l'organisation administrative a été créée à partir de rien, c'est-à-dire qu'entre la mi-décembre 1985 et le mois de février 1986 on a bâti un peu de bric et de broc et à toute vitesse un minimum de structure support pour couvrir les diverses fonctions du marché. Ça a été une aventure un peu folle dans laquelle il a fallu trouver quelques collaborateurs y compris des gens qui avaient une toute petite idée de ce qu'était un marché à terme et qui en avaient l'expérience. On s'est installé à l'époque dans un ancien appartement de la rue des Jeûneurs au quatrième sans ascenseur ; il fallait escalader des ballots de tissus pour pouvoir accéder à l'escalier les lignes de téléphone et les premiers employés sont arrivés dans la semaine qui a précédé l'ouverture.

— *En ce qui concerne la promotion commerciale du MATIF, comment était-elle organisée au moment du lancement, est-ce qu'il y a eu des actions spécifiques ?*

— Il n'y a pas eu à proprement parler de promotion commerciale du marché. Il y a eu, en revanche, un support assez soutenu de la part des médias spécialisés de la place financière. Un très vif intérêt s'est manifesté autour de ce projet, beaucoup d'échos dans les journaux sur les mesures relatives à l'organisation du projet, à la nature du produit et à la pédagogie d'utilisation des produits par les intervenants, qui a créé un climat, au moins au départ, tout à fait favorable au plan domestique.

A l'échelle de la clientèle finale, c'est forcément une démarche un peu plus longue qui est passée par le travail fait par les adhérents du marché qui se sont inscrits comme opérateurs de marché, à la recherche de la clientèle qu'ils pouvaient intéresser à ce type de produit ; avec des heurts et des malheurs. C'est-à-dire qu'ils sont allés chercher des clients tout à fait intéressants pour le marché et des clients moins intéressants parce que moins adaptés à la nature des opérations. Ceci a conduit à émailler l'histoire du début du MATIF de quelques aventures plus ou moins sulfureuses.

J'ajouterais que la promotion internationale s'est faite essentiellement de bouche à oreille de façon assez remarquable dans la mesure où le lancement du MATIF dans l'histoire a été et est encore le lancement le plus rapide dans l'histoire des marchés à terme. Les observateurs attentifs de ce monde spécial qui est celui des marchés à terme avaient tout de suite repéré qu'il se passait quelque chose à Paris et nous avons vu débarquer dès septembre quelques Américains qui venaient aux nouvelles - Mais qu'est ce qui se passe ici? Racontez-nous, ça nous intéresse -.

Depuis il y a eu beaucoup de progrès qui ont été faits dans le dévelop-

pement d'une promotion organisée et efficace du MATIF. Ça, c'est la phase de maturité.

— *Vous est-il apparu dès le début qu'il y avait des spécificités françaises dans l'organisation, dans les caractéristiques du MATIF?*

— Oui il y a eu quelques spécificités, je dirai dans l'environnement institutionnel du marché. Le fait en particulier que la loi française avait prévu un dispositif de garantie de bonne fin des contrats beaucoup plus large que ce qui existe dans les autres marchés, ce qui a été un élément, je pense, positif pour le lancement du marché.

J'ajouterais que le fait que nous soyons partis d'une demande très institutionnelle et qui a concentré la responsabilité et le pouvoir de l'organisation et de la compensation du marché sur la Chambre de Compensation devenu MATIF SA, a été aussi un élément déterminant dans le succès de l'opération puisqu'il a évité toutes les difficultés qui existent parfois sur certains marchés entre les adhérents, la société du marché, la Chambre de Compensation qui peuvent créer des tiraillements. Là, nous avons un point d'appui très fort dans l'unicité de l'organe opérationnel du marché, dans le fait qu'on bénéficiait complètement de la confiance des grands actionnaires de la Place.

64

On peut aussi qualifier d'exclusivité française la réaction instantanée des opérateurs sur ce type de produits, ce qui a été considéré comme assez exceptionnel ; sans doute à cause du développement de la formation à base scientifique et mathématique au niveau universitaire, qui a constitué un terreau très favorable pour la compréhension, la perception de ces produits qui implique un minimum de mathématiques financières.

Il s'est trouvé très rapidement chez beaucoup d'opérateurs une génération de jeunes gens et de jeunes femmes qui étaient armés intellectuellement pour utiliser ce type de produit, pour en comprendre le fonctionnement et qui avaient du goût pour le faire. Ce qui a permis de constituer des équipes qui ont rapidement pris en charge ces produits, alors que les démarches adoptées par d'autres pays sont passées par des périodes de formation plus longues et plus laborieuses.

— *Vous avez mentionné tout à l'heure le rôle important de la Chambre Syndicale des Agents de Change dans les équipements initiaux du MATIF. Pourquoi dès l'origine, une dualité entre le MATIF et le MONEP ?*

— Je dirai en première analyse, que c'était la situation observée à l'étranger. A Londres, vous aviez la dualité qui a été supprimée depuis entre le LIFFE et le L.T.O.M. Aux États-Unis vous aviez également une dualité entre les marchés de futures et les marchés d'options. Donc, il ne paraissait pas forcément choquant d'avoir une dualité de ce genre.

Je dirais, plus prosaïquement, que la Chambre Syndicale qui avait été dans un premier temps, contrainte d'extérioriser le projet MATIF, orienté sur taux d'intérêt, avait pris ses précautions pour ne pas se faire « voler » les marchés des options sur actions et donc avait développé un projet séparé qui s'est traduit par la création du MONEP sur lequel il n'était pas question pour elle de partager.

— *Il a déjà été question de la gestion de la dette publique de façon indirecte. Pourquoi avoir démarré sur un produit de dette publique plutôt que sur un indice boursier d'actions ?*

— La priorité très claire et très nette dans la seconde moitié des années quatre-vingt était inscrite dans la politique menée par la Direction du Trésor, de modernisation de la gestion de la dette publique : banalisation des émissions, création d'un très large gisement, développement de *primary dealers*. Donc, la plupart des opérateurs n'ont pas eu de mal à admettre que les premiers besoins se situaient au niveau de la gestion du risque de taux d'intérêt et principalement de la gestion des taux d'intérêt longs d'où le choix d'un contrat sur emprunt, pour servir de premier produit pour le lancement du MATIF.

J'ajouterai que les promoteurs du marché avaient néanmoins tout à fait conscience du fait que la vocation de ce marché serait plus large et ne serait pas simplement orientée sur les taux d'intérêt et avaient eu notamment conscience qu'il faudrait également introduire des marchés de produits de taux d'intérêt plus courts, ainsi que des produits de type action ou indice. Mais c'était aussi un problème un peu tabou du fait de l'existence du monopole des Agents de Change et du poids de la Chambre Syndicale jusqu'à une certaine époque.

65

— *A propos des contrats notionnels il a fallu faire choisir des spécifications techniques. Comment cela s'est-il passé, quel a été le processus qui a permis de définir les caractéristiques précises du contrat ?*

— C'est effectivement dans le groupe de travail qui avait été constitué au début de l'été 85, que les décisions techniques ont été préparées. Ce groupe avait étudié les exemples des produits traités à l'étranger notamment le contrat T-Bond aux États-Unis et intégré la technicité des équipes d'Agents de Change et de banques qui travaillaient sur le marché de la dette publique d'État, ainsi que le programme fixé par le Trésor pour moderniser la gestion de sa dette à long terme. C'est ce cocktail qui a déterminé les principales options techniques du contrat notionnel avec une forte influence des contrats T-Bonds qui constituent quand même l'inspiration principale.

— *Vous avez déjà parlé de la réussite rapide du contrat notionnel. Ce*

*qui peut être intéressant, c'est de mettre en perspective l'échec du contrat BTF ou du contrat BTAN.*

— Le succès du contrat notionnel est fait de toute une série de choses. Personne n'a jamais su déterminer avec précision ce qui faisait que dans un lancement de produit à terme la sauce prenait ou ne prenait pas. C'est toujours un mystère et on n'a jamais réussi à déterminer les conditions de succès d'un produit. Tout le monde sait à peu près ce qui empêche le succès, il est plus difficile de dire comment doit se composer la recette qui permet d'obtenir le succès du contrat.

Je crois qu'il y a plusieurs éléments qui ont joué dans la réussite du contrat notionnel. Il y a un élément assez fortuit de calendrier, c'est qu'on a lancé ce contrat en février 1986, dans une période où on s'est trouvé pendant à peu près six mois avec une très forte visibilité de mouvement des taux à la baisse qui a entraîné une forte anticipation qui s'alimentait à travers la baisse des taux sur le marché.

Il y a eu également un effet d'engouement qui a été tout à fait manifeste et qui a conduit rapidement des opérateurs importants à acheter un siège et à apporter la liquidité qui est l'élément essentiel qui détermine le succès d'un contrat. Puis j'ajouterais qu'il y a eu, je pense, une assez bonne coordination entre l'émetteur Trésor Public, les grands opérateurs de la place qui se sont attelés à ce marché des obligations d'État et les équipes d'intermédiation ont très rapidement investi le marché et ont essayé d'en tirer le meilleur parti.

Donc on a bénéficié en quelque sorte d'une conjonction de facteurs favorables qui a déterminé l'indispensable crédibilité de départ. Ensuite c'est une affaire de construction progressive qui a été assez rapide.

Qu'est-ce qui expliquait en sens inverse l'échec du contrat BTF, c'était un contrat sur Bon du Trésor à trois mois ? Nous l'avons lancé assez rapidement au mois de juin 1986 et il n'a eu aucun succès. Je crois que le marché des bons du Trésor n'était pas véritablement un marché, c'était en fait une juxtaposition de très grandes positions peu mobiles et par conséquent la faiblesse du nombre d'opérateurs et le peu d'intérêt des intermédiaires de ce marché, ont fait qu'il a été assez rapidement délaissé d'autant plus que le succès foudroyant du marché notionnel avait tendance à éclipser tout le reste. On ne peut pas être au four et au moulin.

Ensuite l'échec du contrat BTAN ; c'était au cours d'une période ultérieure ; je pense que le marché des Bons du Trésor n'avait pas encore la même profondeur ni la même notoriété que le marché des obligations, mais je pense surtout que les circonstances historiques de conflit interne à la place dans laquelle a été lancé ce contrat l'ont desservi, c'était un peu le contre-exemple du fait que l'aventure initiale du MATIF a été une aventure collective très fortement vécue dans la convergence d'intérêt par l'ensem-



ble des opérateurs.

— *Le développement d'activités hors séance a conduit à élargir la plage de négociation. A certains moments des établissements financiers jouaient un rôle de mini chambre de compensation privée. Comment l'ensemble de ces activités parallèles a-t-il été perçu à l'origine?*

— On a eu le sentiment d'être un peu débordés par le développement des transactions hors séance, ce qui est toujours préoccupant, l'impression désagréable de ne plus bien maîtriser le fonds de commerce et d'engager notre responsabilité à l'aveuglette. J'ajoute que ça pouvait avoir un effet perturbateur sur le fonctionnement du marché lui-même, du fait de la nécessité de procéder à des opérations d'ajustement et de régularisation qui pouvaient perturber le marché officiel.

Une réponse facile a été mise en œuvre assez rapidement, qui consistait à élargir les cotations de marché officiel, ce qui a été fait largement, car nous avions démarré sur un créneau trop étroit (10h - 15h)

Il y avait un deuxième type de réponse qui consistait à dire ; ce qu'on ne sait plus traiter sous forme de marché physique de confrontation, il faut trouver le moyen de le traiter sous forme de marché électronique et c'était ce qui a été à l'origine du projet GLOBEX. Nous avons eu exactement les mêmes réflexions que nos partenaires américains sans avoir les mêmes moyens pour résoudre les problèmes complexes de technologie.

67

La troisième solution qui était un peu un expédient consistait à dire : Reconnaissons l'existence d'un besoin continu de négociation en dehors des heures du marché officiel et négocions avec les opérateurs un système qui permette à la fois de sécuriser ce type de transactions en les intégrant dans le système de compensation du marché et d'éviter qu'il ne vienne perturber le fonctionnement normal du marché. C'est comme ça qu'on a inventé le T.H.S. qui était une merveilleuse invention parce qu'une invention pratique. Elle souffrait d'un certain nombre d'inconvénients qui sont en passe d'être éliminés du fait de l'introduction du système plus perfectionné que représente GLOBEX.

— *Vous faites la transition avec les problèmes de concurrence à l'étranger. Avez-vous craint à un certain moment que le MATIF se délocalise? Est-ce qu'à un moment les marchés à terme américains et même le marché de Londres vous sont apparus comme des concurrents potentiels?*

— Notre première cible c'était bien entendu Londres, pas tellement sous forme de concurrence directe dans un premier temps, c'est-à-dire de concurrence sur les mêmes produits. Mais parce que notre ambition légitime était de nous situer par rapport au succès qui se dessinait à Londres après un certain temps et bien entendu notre référence en terme de mesure

du progrès du MATIF était là.

Vis-à-vis des marchés américains nous n'avons pas eu véritablement le sentiment d'une concurrence directe dans la mesure où d'une part le MATIF s'était lancé sur des produits domestiques par priorité et que du côté américain, Paris n'a jamais été vu comme une place financière extrêmement importante du point de vue stratégique, qui nécessitait un investissement de leur part. Ils avaient sans doute sous estimé l'intérêt que pouvait présenter éventuellement des investissements sur les produits de taux français. Il est certain que si c'était à refaire ils auraient pris des initiatives avant que les Français ne s'y mettent. Je crois que l'histoire n'est pas à refaire dans ce domaine. Donc nous étions plutôt vis-à-vis des américains dans une approche qui était une approche de complémentarité : Quel est l'intérêt que pouvait représenter la diffusion des produits MATIF aux États-Unis ? Quelles étaient les possibilités que nous pourrions avoir de soustraire partiellement certains produits américains qui représentaient une forte influence sur les marchés européens vis-à-vis du MATIF. On a eu des conversations de ce type pas très équilibrées évidemment parce que le marché américain était et est toujours géant, mais c'est un peu dans ce contexte que s'est inscrite ensuite la négociation sur GLOBEX avec le Chicago Mercantile Exchange avec l'idée selon laquelle il y avait probablement plus de complémentarité que de concurrence entre les marchés américains et les marchés européens .

68

— *Un point frappant, ce sont les similitudes entre les différents contrats à terme. Entre ceux du MATIF et par exemple ceux qui existent à Chicago, et également ceux de LIFFE. Est-ce qu'on peut dire qu'il y a une demande homogène de produits de couverture, ou est-ce qu'il y a un mouvement de standardisation internationale qui pousse à une certaine homogénéité dans les caractéristiques des contrats ?*

— Je pense qu'en matière de produits financiers en général et de produits financiers traités à une échelle internationale, la normalisation sur le standard du produit dominant est indispensable simplement parce que les efforts que vous avez à faire pour persuader les relations commerciales, un client ou un opérateur d'utiliser tel ou tel produit sont d'autant plus faciles à réaliser que vous avez un produit qui ressemble à un produit avec lequel il a l'habitude de travailler.

D'où la pression assez naturelle qu'ont exercé les opérateurs de marché, ceux du MATIF, des banques en particulier, sur un choix de spécification qui soit assez en ligne avec celui déjà retenu sur des marchés tel que le marché américain ou celui de Londres dans la mesure où c'était considéré à juste titre comme une condition indispensable pour permettre une diffusion du produit qui dépasse les ménages

J'ajouterais de manière très pragmatique que les marchés américains avaient expérimenté un certain nombre de choses et on savait donc de leur expérience ce qui fonctionnait bien et ce qui ne fonctionnait pas bien. Ce n'était pas la peine de refaire les mêmes essais pour aboutir aux mêmes résultats négatifs.

— *Comment voyez-vous les choses en ce qui concerne l'internationalisation du MATIF en termes de clientèle et de produits ?*

— Je dirais qu'au départ rien n'avait été prévu pour l'internationalisation du MATIF ni dans son mode de constitution qui était très français ni dans son choix de produit ni dans la population des opérateurs.

Les premiers appels de candidature lancés en janvier 1986 proposaient aux maisons qui le voulaient de s'inscrire comme opérateur sur MATIF ; nous les avons adressés aux banques françaises sans penser aller plus loin. Ce qui aurait posé des problèmes assez difficiles.

Assez rapidement il est apparu que le produit pouvait intéresser la clientèle étrangère ; parallèlement aux efforts que les Spécialistes en Valeurs du Trésor étaient invités à faire par la Direction du Trésor pour développer le placement de produits de taux d'intérêt français à l'étranger.

D'où la nécessité que nous avons ressentie d'élargir le « Membership » du MATIF de façon à lui donner un certain nombre de contacts et d'adhérents étrangers. Le réseau des grands opérateurs internationaux de marchés financiers, qui est un réseau New York, Chicago, Londres, Tokyo et qui passe par la banque, passait rarement par Paris. C'est ce qui nous a conduits assez rapidement après le lancement du marché et après quelques débats animés sur l'opportunité d'ouvrir la porte aux étrangers, à lancer un deuxième round d'appels de candidatures avec comme objectif d'attirer des opérateurs étrangers ; ce qui a été d'ailleurs été un succès, puisqu'à l'époque, on avait obtenu que 10% des opérateurs soient des opérateurs à capitaux étrangers.

69

Ce pourcentage s'est d'ailleurs fortement renforcé depuis à la faveur d'un certain nombre de modifications qui sont intervenues dans la population du marché. Je crois que c'était important que pratiquement dès le démarrage on ait ouvert cette fenêtre qui a permis à un certain nombre de maisons étrangères de s'intéresser au marché français.

Sur la clientèle et sur les produits c'est quelque chose qui est intervenu de manière plus lente, mais avec pas mal de succès au niveau de la clientèle. Je crois qu'il y a un assez large usage de fait du produit MATIF à l'échelle internationale. Sur les produits, ça s'est avéré plus difficile.

— *Toujours en ce qui concerne les aspects de diffusion du produit quelle était la progression d'utilisation des contrats notionnels parmi les différentes catégories d'investisseurs ?*

— Très naturellement le contrat notionnel a d'abord été utilisé par les intermédiaires du marché obligataire qui avaient convenu du développement du marché et du mode d'évolution, du mode d'intercommunication entre les parties, de la création de Spécialistes en Valeurs du Trésor et qui avaient un besoin absolu de disposer d'un instrument de couverture des positions qu'ils étaient amenés à prendre. Les pourvoyeurs d'activité au démarrage ont été ces opérateurs.

Là-dessus, se sont greffées d'autres catégories d'opérateurs, certains, de manière un peu passagère, qui ont été les trésoreries des grandes entreprises. C'était ce que j'évoquais tout à l'heure, le phénomène d'engouement, il était de bon ton à un moment d'opérer sur le MATIF mais certains s'y sont brûlé les doigts et ça a eu un effet plutôt positif.

Par ailleurs se sont développées toute une série de structures spécialisées destinées à effectuer de l'arbitrage de marché. C'est la génération des banques de trésorerie qui ont fait un usage considérable des opportunités que leur offrait le MATIF.

Les gérants institutionnels ont été probablement plus lents à venir sur ce type de produits. Je pense qu'ils constituent maintenant un des relais importants de développement du marché dans la mesure où ils ont des capacités opérationnelles permanentes, stables, et importantes qui leur permettent d'être des utilisateurs de long terme du marché et je suis frappé de voir que les compagnies d'assurances qui ont été certainement parmi les plus mesurées dans leur démarche vis-à-vis du MATIF, en font maintenant un usage courant.

— *Quand vous portez un regard rétrospectif, y a-t-il des choses qui vous ont surpris dans l'évolution du marché ?*

— Je crois que ce qui m'a principalement surpris, c'est le rythme de développement ; reportez-vous à la fin de l'année 1985. J'avais essayé de faire un petit tour de place pour interroger les experts et leur demander ce qu'on pouvait prendre comme hypothèse d'activité pour essayer de bâtir un budget pour l'exercice 1986 qui était un budget de démarrage de la société, à l'époque CCIFP, la moyenne des réponses obtenues, c'était qu'on pouvait tabler sur cinq cents contrats par jour et si ça marchait très bien mille cinq cents contrats par jour.

A la fin de l'année 1986, on était à quinze mille contrats par jour, on constatait un développement qui était sans aucune mesure avec ce qui avait été prévu et est toujours resté dans cette progression, y compris dans les derniers exercices où la bonne activité des taux d'intérêt a conduit à des développements tout à fait considérables de l'activité. Donc, je crois que ça a été vraiment la principale surprise que nous a réservée ce marché.

Pour le reste, je dirais que les choses se sont plutôt bien inscrites malgré

beaucoup d'aléas qui sont le lot quotidien de ce type de projet. Mais les choses se sont plutôt bien inscrites dans le schéma initial. Il n'y a pas eu lieu de remettre en cause de manière très fondamentale les principes qui avaient été posés au départ. Il y a eu quelques ajustements au niveau des législations et quelques ajustements au niveau de la population des intermédiaires. Mais tout ça c'est normal, c'est la vie.

Je crois qu'on a obtenu un profil de marché qui, à la différence près de la taille, qui est totalement en dehors de ce qu'on pouvait attendre, est assez conforme à ce qu'on pouvait imaginer.

L'autre point, ce n'est pas un élément de surprise mais c'est plutôt un élément d'expérience ; je crois vraiment que l'institution du MATIF, avec le souci que nous avons eu de nous préoccuper fortement de ce qui se pratiquait à l'étranger, a eu un effet important sur l'adaptation et la modernisation des systèmes de marché en France et le fait d'avoir créé le MATIF proche de la Bourse a certainement eu une influence plus que positive sur l'adaptation et la modernisation du fonctionnement des marchés de valeurs mobilières. Il y a beaucoup de choses comme les modes de cotation, les techniques d'affichage de prix qui ont été expérimentées sur le MATIF et qui ont su trouver leur traduction dans l'organisation du marché boursier classique.

— *Pour conclure, j'aurais voulu vous poser une question à la fois de synthèse et un peu prospective, quels sont, selon vous, les avantages et handicaps structurels du MATIF dans la compétition internationale qu'on voit très vive sur les marchés de contrat à terme ?*

71

— Il me semble que l'avantage principal du MATIF, c'est certainement d'être parfaitement bien inséré dans la communauté financière de la place de Paris. C'est une institution qui a bénéficié au départ de la confiance collective et qui l'a, je crois, complètement méritée et qui peut véritablement être un lieu de synthèse et d'intérêt collectif de la place sur le créneau très porteur et très prometteur sur lequel il est positionné.

En sens inverse, c'est vrai qu'étant en quelque sorte le reflet et l'instrument de cette communauté de place, et quels que soient les efforts qui sont faits pour développer son rayonnement international, il est et restera très marqué par le fait qu'il est le marché d'une place financière de Paris qui est et restera encore sans doute une place financière secondaire sur l'échiquier international.

De ce point de vue, je crois que le grand enjeu du MATIF, c'est la place qu'il prendra dans les constructions de l'Europe financière. Tout ce qui concerne les initiatives qui ont été prises concernant le traitement des taux d'intérêt en Écus représentent un enjeu tout à fait déterminant.