



La compétitivité de la place financière de Paris
Menaces et opportunités à l'horizon 2010

Septembre 2004

**Etude réalisée à l'occasion des 3èmes Rencontres de la Compétitivité,
organisées par le Cercle des Economistes et Paris EUROPLACE**

Sommaire

Résumé et principales conclusions	3
Introduction	15
Chapitre 1	
Les changements économiques sous-jacents d'ici 2010	17
1.1. Une croissance mondiale forte et hétérogène.....	17
1.2. Un rééquilibrage de la balance courante des Etats-Unis	22
1.3. Une hausse des prix sur les marchés mondiaux	24
1.4. Des déséquilibres budgétaires à résorber	26
1.5. Des perspectives de hausse modérée des taux d'intérêt.....	27
1.6. L'incidence du vieillissement démographique sur les cours boursiers..	29
1.7. Les nouveaux modes opératoires du FMI	32
1.8. Le renouvellement des acteurs et des comportements chez les émetteurs.....	32
Conclusions	36
Chapitre 2	
Les dynamiques des places financières	39
2.1. Définition d'une place financière	39
2.2. Effets d'agglomération et développement d'une place financière	40
Conclusions : pouvoirs d'attraction et avantage concurrentiel	46
Chapitre 3	
L'intégration par la réglementation et la technologie	49
3.1. L'intégration des marchés financiers en Europe	50
3.2. Concurrence et fusions des entreprises de marchés	54
3.3. Les infrastructures de marché : la technologie, vecteur de compétition et d'autonomie	58
Conclusions : les positions ne sont pas figées.....	62
Chapitre 4	
La place financière de Paris dans la compétition européenne	65
4.1. La situation sur les marchés	67
4.2. Intermédiation boursière.....	69
4.3. La gestion d'actifs	72
Conclusions : Paris 2010, place financière mondiale ou régionale ?	78
Chapitre 5	
Les facteurs qui détermineront la compétitivité de la place financière de Paris	83
5.1. La concurrence par les coûts et le risque de délocalisation.....	85
5.2. La concurrence par la qualité des hommes et des services financiers...93	
Conclusions : une fiscalité très pénalisante.....	106

Résumé et principales conclusions

Comment la place de Paris se situe-t-elle en Europe par rapport à ses concurrentes ? Comment évoluera l'environnement macroéconomique et financier des places financières d'ici 2010 ? A quoi celles-ci doivent-elles se préparer ? Quelles stratégies et actions la place de Paris peut-elle mener pour se développer et prospérer ? Telles sont les questions que traite ce document.

La place de Paris s'insère dans un marché financier mondial largement dominé par New York. C'est évidemment au niveau européen qu'il faut juger de la compétitivité de la place de Paris où les principales concurrentes sont bien entendu la City et Francfort. Et pour l'instant, les positions relatives sont assez claires.

La Place de Paris présente des domaines de faiblesses dans la banque d'affaires, les marchés des changes, l'analyse financière. Il y a environ deux fois plus de sociétés cotées à Londres qu'à Paris et 25 % de plus à Paris qu'à Francfort. En nombre de transactions sur titres de capital, l'écart entre Londres et Paris est toutefois plus faible, de l'ordre de 20 %. Les banques françaises, universelles, sont de taille relativement modeste sur les marchés, ce qui pourrait rendre plus difficile l'adaptation des intermédiaires aux nouvelles exigences des marchés et aux nouveaux métiers qui ne manqueront pas de se présenter dans les années à venir.

Mais la place de Paris dispose également de domaines où elle est forte et a su se montrer dynamique et conquérante au cours des années récentes, le meilleur exemple étant Euronext. Euronext, grâce notamment à des plates-formes technologiques excellentes, offre qualité et sécurité à moindre coût à ses clients. La place de Paris est également bien positionnée sur les marchés des taux (bons du Trésor et « corporate bonds ») en raison du poids de la dette publique et cela malgré l'arrivée longtemps retardée des fonds de pension. La France est première en Europe en matière de gestion collective d'actif. La place de Paris jouit également de la présence de grands émetteurs dont les centres de décision ont jusqu'ici été maintenus en Europe continentale.

Au total, la place de Paris apparaît relativement distancée par Londres mais en bonne position par rapport à Francfort.

Il ne faut toutefois pas perdre de vue que ces positions risquent d'évoluer avec le développement du marché européen unique des valeurs mobilières. Les changements technologiques et réglementaires seront profonds et sont susceptibles de conduire à un véritable changement de paradigme. On assistera à une consolidation

des infrastructures de marchés (comme le système de règlement-livraison). Le marché unique européen des services financiers permettra aux clients (émetteurs comme investisseurs) de comparer partout en Europe la qualité et le prix des services financiers. Tous ces changements demanderont à tous les acteurs des places financières d'importantes capacités d'adaptation. Et des marges de manœuvre existent, l'histoire nous le rappelle.

Rien n'est jamais joué. L'histoire récente en fournit l'illustration. Il y a environ huit ans, tout le monde considérait que le véritable danger allait venir de Francfort, dont la capitalisation boursière était supérieure à celle de Paris. Les efforts accomplis par la bourse allemande dans la première moitié des années 1990 avaient dépassé ceux de la bourse de Paris (modernisation du système de négociation, création d'un marché à terme, unification progressive des bourses régionales, rénovation et renforcement de l'architecture institutionnelle). La puissance de l'économie allemande et les effets attendus de l'installation de la Banque Centrale Européenne étaient censés lui procurer de sérieux atouts pour postuler à cette première place européenne.

La capitalisation boursière des principales places européennes
(milliards de dollars)

Places boursières	Fin 1995	Fin 2003	Taux de croissance annuel moyen
Londres	1 346	2 426	7,6
Euronext Paris	499	1 358	13,3
Deutsche Borse	577	1 079	8,1

Source : FIBV

Or en termes de capitalisation boursière, la Place de Paris a connu une croissance supérieure à celle de Londres et de Francfort. Les efforts considérables accomplis depuis quinze ans pour moderniser la place de Paris et lui donner un caractère international plus conforme à la puissance de son économie sont autant de preuves de sa capacité à s'adapter à la nouvelle donne internationale. Le développement de sa capitalisation boursière, l'intérêt croissant des épargnants pour les actions, la mise en place de systèmes de négociation et de règlement-livraison performants ainsi que la mutation des intermédiaires lui ont permis de rattraper une partie de son retard face aux places anglo-saxonnes. La sécurité de la place de Paris, tant sur le plan technique que sur celui de la surveillance des marchés et des opérateurs, est devenue l'une des plus performantes au

monde. Aujourd'hui, la place de Paris a dépassé Francfort et peut désormais viser de se rapprocher de la City de Londres.

Quels sont les changements et les mutations auxquels la Place de Paris doit se préparer d'ici 2010 ? Nous examinons dans cette étude deux types de changements. Dans le chapitre 1, nous dessinons l'évolution de l'environnement macro-économique et financier d'ici 2010. Dans les chapitres 2 à 4, nous étudions la dynamique propre des places financières. Elles doivent notamment s'adapter à des changements technologiques et réglementaires qui peuvent à la fois pousser à l'agglomération ou au contraire conduire à des mouvements de délocalisations. Dans le contexte d'internationalisation des activités financières, l'euro pose avec acuité la question la constitution d'un territoire financier européen des titres et des services d'investissement pour répondre aux attentes des émetteurs, des investisseurs et des banques, tant européens que non européens.

Les places financières internationales assurent d'autant mieux leur développement que l'environnement économique et financier est favorable. Cela signifie une poursuite de la croissance économique dans l'ensemble des pays du monde. Tout porte à croire que celle-ci sera encore meilleure dans les années à venir que dans les années 1990 et probablement moins secouée par les crises financières et boursières. Avec toutefois un changement majeur. Les moteurs de l'économie mondiale ne seront plus les Etats-Unis mais les pays émergents d'Asie voire ceux d'Europe de l'Est. Cela signifie que la demande de capitaux émanant de ces pays sera forte alors que leurs marchés financiers n'en sont encore bien souvent qu'à l'état embryonnaire. Emetteurs comme investisseurs se tourneront vers les nouveaux territoires de la croissance. Pour les places financières, il s'agira donc de tourner son regard et ses services plus largement vers l'Orient.

Les pays d'Europe de l'Ouest comme la France connaîtront une croissance plus faible. Toutefois, marqués par le vieillissement démographique, ces pays seront appelés à accroître encore leur épargne déjà élevée. L'offre de capital des pays européens sera donc importante et les besoins d'intermédiation financière aussi.

D'un point de vue de la conjoncture financière, une normalisation de la courbe des taux, anormalement pentue, devrait s'opérer. Elle s'accompagnera d'une hausse des taux d'intérêt à court terme et d'une hausse plus modérée des taux nominaux longs. Cela devrait peser sur les prix des actifs dépendants des taux comme l'immobilier. La capacité d'une place financière à gérer cette rupture de tendance, nette par rapport aux années passées marquées par un excès de liquidité, sera déterminante. Grâce à une industrie de la

gestion d'actif efficace et à une bonne présence sur les marchés des taux, la Place de Paris dispose d'atouts non négligeables.

La dynamique et le pouvoir d'attraction d'une place financière dépendent de plusieurs facteurs.

Il y a des forces d'agglomération, comme l'intensité des externalités liées à la proximité géographique (c'est-à-dire du degré de « connivence » entre les acteurs), la présence dans la ville concernée des autorités politiques de tutelle, la structure du secteur bancaire (un secteur oligopolistique sera plus enclin à s'agglomérer, on explique ainsi que la finance allemande soit moins concentrée géographiquement que la finance française), la nature à plus ou moins forte valeur ajoutée des activités susceptibles de s'agglomérer, l'existence d'une clientèle nombreuse (investisseurs ou émetteurs) apte à consommer les services offerts, l'existence d'un pool de main d'œuvre qualifiée, dans les métiers de la finance évidemment, donc des moyens de formation correspondants.

Il y a aussi des forces de relocalisation permanente, comme l'existence d'un marché unique de services financiers, d'infrastructures de marché intégrées, d'infrastructures de transport et de communication de qualité. Le mouvement de globalisation commerciale puis financier, la dérégulation et le décroisement des activités financières, le développement de l'électronique et des télécommunications, et son dernier chaînon (Internet) ont provoqué une révolution qui n'est pas encore parvenue à son terme. La « géofinance », le « village global », la « fin de la géographie » sont autant de formules d'auteurs décrivant un phénomène irréversible de cette fin de siècle : la naissance d'un marché financier global, planétaire. La frontière devient pour les marchés financiers une notion vague, qui a perdu toute consistance. La déréglementation a encouragé le développement des transactions internationales. Le décroisement a supprimé la séparation rigide entre les différents marchés financiers. Les technologies de l'information ont permis de relier instantanément les opérateurs de marchés situés à chaque extrémité de la planète. Les produits financiers sont proposés à des clients « mondiaux », sur un marché global dans lequel les contraintes techniques ou réglementaires locales sont devenues secondaires. Un modèle de marché électronique, continu, liquide, émerge, avec la question de savoir si la négociation se fera par les ordres, par les prix ou de façon mixte. L'interconnexion des marchés boursiers est devenue un élément déterminant de leur survie.

Les conséquences finales du jeu de ces forces ne sont pas encore déterminées. En particulier, la diminution de coûts de transports et des coûts de communication, l'abaissement des barrières

réglementaires peuvent conduire à une concentration des places et des services ou bien au contraire à une délocalisation, selon l'importance des déterminants classiques de l'attractivité que sont la liquidité, les coûts et l'innovation.

Cependant, pour rendre compte de la compétition entre places financières et de la formation d'un système hiérarchique, il faut considérer le pouvoir d'attraction de chaque place relativement à celui des autres places. Ces pouvoirs s'exercent de façon inégale selon qu'il s'agit d'entités résidentes ou appartenant au monde extérieur. Il s'agit de retenir les premières, que les autres places essayent aussi d'attirer, tout en attirant à l'inverse les secondes.

Comme en matière de commerce international, la capacité « exportatrice nette » d'une place financière va dépendre de ses avantages concurrentiels. Certains sont donnés par l'histoire ou par la situation géopolitique, d'autres peuvent être « construits », ce qui légitime l'action volontariste des pouvoirs publics et des organismes professionnels.

La première conséquence de cette mondialisation est la concentration des entreprises de marchés, à la recherche d'une meilleure rentabilité. Dans cet environnement à la fois plus libre et plus instable, les conditions de succès d'une place internationale se dessinent progressivement : liquidité suffisante pour limiter les risques liés à une volatilité accentuée, professionnalisme et qualité de service des intermédiaires, sécurité technique et réglementaire des placements.

En Europe, les bourses européennes devront choisir entre trois grands pôles : Euronext, la Deutsche Börse et le LES. Les deux premières, concentrées verticalement, ont pris de l'avance sur la troisième qui recherche des partenaires.

La période qui s'ouvre verra la fin des clientèles captives. Les émetteurs auront probablement le libre choix du mode de cotation, hors d'un cadre national. Les investisseurs, en devenant des membres agréés des bourses, réduiront le champ d'action des intermédiaires. Ces derniers seront libres de créer de nouveaux marchés reconnus. Les services à forte valeur ajoutée associés au dénouement des opérations (compensation, règlement-livraison, prêt de titres, crédits en espèces) deviendront des métiers autonomes livrés à la concurrence.

L'euro a catalysé un puissant mouvement d'intégration, déjà fortement visible sur les différents marchés (monétaire, obligataire, actions) dans le mouvement de convergence des prix. Mais la monnaie européenne a révélé un certain nombre de freins à cette intégration. La

finance européenne est une réalité économique contradictoire. Les marchés européens existent mais leurs infrastructures sont encore pour l'essentiel nationales.

La question du remembrement financier de l'Europe est aujourd'hui clairement posée. Plusieurs modèles de consolidation peuvent être envisagés : un seul grand marché de la négociation, plusieurs plate-formes de négociation en concurrence les unes avec les autres avec des post-marchés intégrés, consolidation verticale des activités de *trading* et de *post-trading* autour de quelques places phares voire d'un duopole, concurrence « horizontale » sur les trois pôles de compétence (entre des entreprises de marché, des chambres de compensation et dépositaires centraux) ?

Le champ des possibles est large même si un certain nombre de tendances se dessinent d'ores et déjà et donnent une idée de ce à quoi pourrait ressembler l'Europe financière dans quelques années.

A l'échelle internationale, les pressions à l'intégration des marchés se font sentir pour permettre une réduction des coûts de transaction et une réduction des délais de règlement-livraison des titres. L'avantage à retirer d'une interopérabilité entre les différents marchés consiste dans le principe du One Stop Shopping : interconnexion des différentes places financières dans un « macro-marché globalisé » du titre et intégration des systèmes de compensation et de règlement-livraison. Au-delà des problèmes posés par une telle organisation sur le plan économique pour des pays soucieux de garantir le maintien d'une activité financière nationale, une telle solution ne peut manquer de poser de sérieuses questions en terme de maîtrise du risque systémique. In fine, les fusions en cours, géographiques ou par intégration verticale, ou au niveau d'un seul élément de la chaîne économique, n'excluent pas le risque de retour à des monopoles privés. Face à ces défis et ces risques, les Etats et les autorités de marchés, fédérés en entités régionales, devront faire preuve de vigilance et de détermination.

Dans une société de plus en plus financée par les marchés de capitaux, l'enjeu de cette lutte d'influence est vital pour notre économie. Malgré l'interconnexion des marchés boursiers, la localisation géographique des Bourses demeure un enjeu déterminant dans le mouvement de restructuration du secteur financier. Les Bourses de demain, exigeantes en équipements et en moyens humains, ne pourront pas s'établir n'importe où.

La sélection entre les places financières s'opérera sans ménagement, comme elle se produit sur n'importe quel marché concurrentiel. En dépit des turbulences récentes enregistrées dans la

City et de la remise en cause de son système traditionnel (marché gouverné par les prix, influence des professionnels, obsolescence du système de règlement-livraison,...), la place de Londres conserve une prédominance européenne qu'elle pourrait renforcer, grâce à sa tradition financière et à sa formidable capacité de réaction. Dès lors, quelle peut être la position en tant que place internationale de la bourse de Paris ?

Si l'Europe était appelée à ressembler de plus en plus à un espace national avec une même monnaie, une même législation, une même fiscalité, on devrait assister en toute logique à l'apparition de forces d'agglomération vers une place financière principale, sinon unique, rassemblant les activités et les firmes financières européennes. Comme au XIX^{ème} siècle, dans chaque pays pourraient subsister des places financières secondaires, appelées à s'effacer dans le long terme, parmi lesquelles figurerait Paris. Il faut avoir à l'esprit ce premier scénario car les forces d'agglomération sont déjà à l'œuvre, et tout terrain perdu est difficile à rattraper.

On assiste effectivement à des regroupements à Londres dans certains métiers de la finance (conseil, recherche, syndication, placement auprès des institutionnels). Ce positionnement s'est largement effectué au profit des institutions financières américaines. On retrouve en Europe la « projection » du fait que l'espace financier mondial est dominé par New-York et ses grandes banques d'investissement. La problématique des places européennes doit prendre en compte cette donnée majeure. Londres serait ainsi vu, après New York, comme un centre de deuxième niveau, les niveaux suivants étant occupés par les places continentales. Cette hiérarchie apparente des places financières pose clairement le problème du renforcement de la place financière de Paris.

Cependant, l'Europe est encore loin de pouvoir être assimilée à un espace national du point de vue de son organisation financière. Dans le moyen terme, à horizon 2010, les dynamiques d'agglomération ont donc de bonnes chances d'y être différentes de celles qui ont prévalu dans chacun des pays depuis deux cents ans.

On peut donc concevoir et favoriser d'autres scénarios, plus en harmonie avec le caractère sui generis de la construction européenne comme une fédération d'Etats-nations. Deux d'entre eux ont aujourd'hui quelque vraisemblance. Soit un scénario de spécialisation des places financières de métiers, sur le modèle New-York / Chicago, qui résulterait du libre jeu des marchés, soit un scénario de constitution de pôles d'influence éventuellement par domaines : Londres, Paris, Francfort au détriment ou en complémentarité des places des pays de moindre importance, grâce à

des actions volontaristes. Il ne serait alors pas impossible d'envisager que Paris détrône Londres dans de nombreux domaines.

Enfin on ne peut écarter l'hypothèse que le conservatisme des acteurs soit tel que les évolutions esquissées ici se révèlent extrêmement lentes, au point de ressembler au *statu-quo*. Ce serait un scénario de gel des positions acquises. Entre les différentes formules, l'histoire semble hésiter, mais certaines évolutions de la Place de Paris sont favorables.

La mondialisation a deux conséquences différentes pour des nations comme la nôtre. D'une part elle entraîne, avec l'émergence de nouveaux acteurs mondiaux, une concurrence plus forte par les coûts. D'autre part, elle renforce la concurrence pour le développement d'activités fondées sur la connaissance et la compétence, qui impliquent une forte différenciation des produits ou des services rendus aux clients.

La mondialisation entraîne une concurrence plus forte par les coûts. La conséquence est la « délocalisation » ou localisation directe dans d'autres pays d'industries ne nécessitant qu'une qualification faible ou moyenne et plus récemment, de certains services grâce au développement des technologies de l'information. Le débat sur le thème de l'attractivité de la France est souvent obscurci par le fait qu'il reste trop global. Il faut se rendre à l'évidence. Dans la division internationale du travail, les activités fondées sur des processus déjà éprouvés, employant de la main d'œuvre peu qualifiée iront de plus en plus dans les pays émergents d'Asie ou d'Europe de l'Est. On constate ces mouvements d'ores et déjà dans les activités financières avec la délocalisation de certaines unités comme les *back-office*, la comptabilité ou les centres d'appels.

La mondialisation entraîne aussi une concurrence nouvelle pour le développement d'activités fondées sur la connaissance et le savoir. Ces activités permettent dans une certaine mesure d'éviter une concurrence par les coûts, et elles ont une grande puissance d'entraînement. Elles emploient des professionnels très qualifiés, qui constituent des talents rares au niveau international. C'est sur ces biens et services que les pays les plus développés disposent d'un avantage comparatif lié à leur capital humain et à leur potentiel d'enseignement supérieur et de recherche et développement. Les places financières n'échappent pas à cette logique et leur « qualité globale » comme la cohérence des métiers qui la composent devient un facteur d'attractivité majeur.

Cette analyse désigne clairement les deux terrains sur lesquels la place financière de Paris doit renforcer sa compétitivité. Le terrain des coûts qui recouvrent le coût du travail et les coûts fiscaux et sociaux, et le terrain de la différenciation des services et de la compétence des hommes.

Or, quasiment toutes les comparaisons de coût sont particulièrement défavorables à la France. En matière de prélèvements obligatoires, la France se situe au-dessus de la moyenne européenne avec un taux de 44.2 % de prélèvements obligatoires en 2002, soit près de 4 points de plus que la moyenne européenne. En Allemagne et au Royaume-Uni, le taux de prélèvement est inférieur à 36 %.

Concernant les entreprises et la taxation de leurs bénéficiaires, et indépendamment des questions posées par la taxe professionnelle, la situation française en matière d'impôt sur les sociétés (IS) est très mauvaise, en bas du classement des pays européens. La fiscalité n'est peut-être pas le déterminant principal de l'investissement direct (il y a aussi la localisation au sein du marché européen, les infrastructures, etc...), mais elle joue un rôle significatif, rôle qui est d'autant plus fort que les unités de production sont mobiles. Des écarts de fiscalité peuvent donc infléchir à la marge une décision de délocalisation et initier ainsi un phénomène cumulatif de concentration de l'activité dans ou hors du territoire national.

Comme le mentionne le rapport du Conseil d'Analyse Economique sur la compétitivité (2003), une baisse du taux d'IS (au-delà des mesures récentes) permettant de revenir dans la fourchette européenne devrait être envisagée. Elle devrait pour cela s'inscrire dans la durée, impliquant un respect des engagements, car un investissement est décidé pour plusieurs années.

Le choix de localisation dépend également des conditions de travail et plus généralement d'existence. Il dépend également du niveau de vie. Les conditions financières, la fiscalité, le niveau des loyers, les facilités familiales (scolarisation des enfants dans leur langue maternelle) et de soins (équipements de santé) sont autant de paramètres qui jouent sur l'attractivité d'un territoire. Pour de nombreux groupes étrangers, l'offre des écoles ou des lycées internationaux ou la qualité de l'accueil des étrangers (surtout non européens), qui sont soumis à des tracasseries administratives qui peuvent rebuter certains, sont jugées insuffisantes. De même, l'usage exclusif du français dans l'entreprise peut être un obstacle à l'insertion réussie de cadres étrangers.

Par rapport à d'autres grandes villes européennes comme Francfort, Paris bénéficie toutefois d'atouts non négligeables. Tout le

monde s'accorde à reconnaître l'excellence de la gastronomie française, la variété des paysages et la beauté des sites, la qualité des prestations culturelles, etc,

Il faut également qu'existent des perspectives de carrière. Un milieu de travail suffisamment large peut autoriser un redéploiement de la carrière. C'est un avantage de Londres sur Paris dans beaucoup de métiers financiers. De nombreux recruteurs mentionnent que toutes les entreprises de la Place de Paris n'ouvrent pas facilement leur état-major aux cadres étrangers, qui sont de fait souvent réduits à un statut de « mercenaire ». Mais ceci dépend de l'histoire et de la culture des firmes.

Les contraintes relatives aux 35 heures sont particulièrement ressenties dans les activités réunies au sein de la place financière qui nécessitent habituellement une grande disponibilité et de nombreux contacts internationaux. En 2002, le nombre de jours travaillés s'élevait à 212 en France, soit 18 jours de moins qu'au Royaume-Uni, 8 de moins qu'en Allemagne et 30 jours de moins qu'aux Etats-Unis. Ces différences de durée de travail sont sans doute contrebalancées par des différences de salaires, mais les entreprises françaises du secteur estiment que de telles différences créent des problèmes d'organisation entre les secteurs amenés à collaborer sur les marchés financiers internationaux.

L'impôt de solidarité sur la fortune, qui est exigé des étrangers qui ont séjourné plus de cinq ans en France, peut devenir un problème pour des chefs d'entreprise ou des financiers, d'autant plus que les biens situés à l'étranger sont aussi frappés. Les différents défauts du système d'imposition actuel de l'ISF militent dans le sens d'un abaissement des taux d'imposition et de la refonte de l'assiette.

La fiscalité française des personnes est atypique en Europe, avec un poids très élevé des charges sociales et comparativement un poids relativement faible de l'impôt sur le revenu. On sait que la faiblesse des recettes d'impôt sur le revenu tient à l'exigüité de la base (nombre relativement faible des personnes assujetties), les taux d'imposition marginaux supérieurs étant en revanche très élevés.

Ainsi, si l'on prend le cas des activités financières et des hauts niveaux de rémunérations, pour octroyer 1 euro supplémentaire de revenu net de prélèvements, cela coûte au total à une entreprise britannique 1,8 euro contre 3 euros en France, soit un différentiel de près de 70 % en défaveur de la France. De tels taux sont totalement dissuasifs à des niveaux élevés de rémunérations (plus de 150 000 euros par an) et sont de nature à conduire à des délocalisations de cadres supérieurs mais aussi de leurs équipes. Un plafonnement des

cotisations de sécurité sociale à ces niveaux de revenu aurait, compte tenu du nombre de personnes concernées (de l'ordre de 30 000), un coût *ex ante* de l'ordre de quatre à cinq cents millions d'euros pour les comptes sociaux. Mais si l'on considère que de telles mesures permettraient de conserver sur le territoire une assiette fiscale importante, celle d'activités à haut contenu de compétences, alors le tabou selon lequel il ne faudrait pas baisser l'imposition des hauts revenus mérite certainement d'être examiné.

Comme nous l'avons vu, les années à venir offriront aux places financières européennes des opportunités. Elles présentent également des menaces. La place de Paris peut raisonnablement espérer devenir la place de référence en Europe continentale, et pourquoi pas rattraper Londres dans de nombreux domaines. Des marges de manœuvres existent.

Le préalable pour que Paris puisse faire concurrence à la City comme à Francfort est une véritable volonté politique. Les pouvoirs publics et les acteurs français ne se mobilisent pas assez sur le sujet, probablement parce que les Français restent méfiants à l'égard des activités financières. En particulier, notre vision d'une place financière est centrée sur la protection des épargnants. C'est bien, mais la place de Paris contribue également au développement économique du pays et à la préservation des emplois. En un mot, au sens économique du terme, la place de Paris est un « pôle de compétitivité » à l'échelon européen. Pourquoi ne pas le reconnaître et en renforcer les bases ?

Ensuite, les orientations à prendre sont assez claires. Techniquement, la Place de Paris est très bonne. Le maintien de ces avantages dépend bien évidemment des acteurs privés, mais également des pouvoirs publics à travers les choix qui seront faits dans la construction du marché unique des services financiers. Il faut aussi continuer d'améliorer les infrastructures de transport et de communication. Attirer les entreprises étrangères suppose aussi que l'on veuille et sache accueillir les étrangers. Cela signifie développer la scolarisation des étrangers dans leur langue maternelle, faciliter les démarches administratives et le statut fiscal des étrangers.

Sinon, l'attractivité d'une place financière dépend en grande partie de celle des talents. Et là, le handicap de la place de Paris tient à la fiscalité au sens large (impôts et charges sociales), avec des taux marginaux beaucoup plus élevés qu'ailleurs. Les recettes sont connues : plafonner les cotisations sociales au-delà d'un certain niveau de revenu, baisser la taxe sur les salaires, remodeler l'ISF.

Introduction

La présente étude rassemble des éléments de réflexion prospective sur la compétitivité de la place financière d'ici 2010. Elle s'inscrit dans la suite des études présentées aux deux premières Rencontres de la Compétitivité organisées par Europlace et le Cercle des économistes. La première étude faisait le point de la compétitivité globale de l'économie française et du rôle de la place financière dans la compétitivité économique. La seconde étude se concentrait sur la compétition entre les nations pour attirer les « talents », c'est-à-dire les cadres supérieurs de haute qualification susceptibles de jouer un rôle moteur dans le dynamisme de l'économie. Nous revenons cette année sur le rôle de la place financière dans une perspective à moyen terme.

Des changements majeurs sont actuellement en cours dans l'économie mondiale. Ils concernent la démographie et son incidence sur la croissance économique comme sur les besoins et l'offre d'épargne, l'apparition de nouveaux partenaires majeurs dans la compétition mondiale sur les marchés des biens et services (Chine, Inde...), une demande de gouvernance financière mieux maîtrisée qui entraîne des normes comptables et des règles prudentielles nouvelles dans les entreprises industrielles et financières (nouveaux ratios prudentiels, renforcement de la régulation publique du secteur financier). Enfin pour ce qui concerne l'Europe, l'apparition de l'euro qui peut impliquer des changements progressifs mais profonds au sein de la zone euro et dans ses relations avec le reste du monde. Quelles peuvent être les conséquences de ces changements pour la place de Paris ?

La place financière de Paris joue un rôle majeur non seulement dans l'économie de l'Ile de France, mais aussi dans la compétitivité de l'ensemble de l'économie française. Mais elle est elle-même en concurrence avec d'autres places financières. Elle doit également s'adapter à des mutations technologiques profondes comme en témoigne la nouvelle directive européenne des services d'investissement (DSI) qui ouvre une brèche géante dans notre modèle de centralisation des ordres. La présente étude s'efforce d'identifier les facteurs de compétitivité à moyen terme de la place de Paris, afin de guider les actions privées et publiques qui permettront de renforcer les chances de Paris au cours des années prochaines.

Chapitre 1

Les changements économiques sous-jacents d'ici 2010

Les places financières vivent actuellement des transformations structurelles fortes. Comment seront organisées les places financières d'ici à 2010 ? Deux types de changements structurels méritent d'être examinés : les chocs exogènes au système financier (réglementaire et technologique) et les transformations tendanciennes de l'économie réelle, marquées par le vieillissement démographique et le développement et la concurrence des pays d'Asie. Ces facteurs macroéconomiques et macrofinanciers influenceront certainement le rythme et l'ampleur des changements des places financières. Ce chapitre s'interroge sur les conséquences qu'il faut attendre de ces évolutions pour l'avenir des places financières et notamment celle de Paris.

Les places financières internationales assurent d'autant mieux leur développement que l'environnement économique et financier est favorable. Cela signifie une poursuite de la croissance économique dans l'ensemble des pays du monde. Mais l'histoire économique enseigne que les places financières sont loin d'être indifférentes à leur environnement de proximité. L'éclosion de places financières de taille mondiale ou régionale (Venise, Londres, New-York...) a bien souvent résulté de l'émergence de puissances économiques de premier plan.

1.1. Une croissance mondiale forte et hétérogène

La croissance mondiale est actuellement forte mais elle est hétérogène. Elle est rapide en Asie et dans les pays émergents, dynamique aux Etats-Unis et au Japon, plutôt faible en Europe.

Perspectives de croissance à moyen terme
(taux annuel moyen sur la période 2004-2010)

	1990-2003	2004-2010
Monde	3,3	4,0
Ensemble des pays de l'OCDE	2,6	2,7
Etats-Unis	3,3	3,3
Japon	1,2	2,0
Zone-euro	1,9	1,9
Union européenne (à 15)	1,5	2,0
Allemagne	1,5	1,8
France	1,7	2,0
Royaume-Uni	2,7	2,2
Italie	1,6	1,7
Espagne	2,8	2,3
Asie émergente	6,8	6,4
Chine	9,5	7,2
Amérique du Sud	2,6	3,8
Europe de l'Est	-0,8	5,3

Source : estimations Rexecode

D'un point de vue comptable, le taux de croissance est la somme du taux de croissance de l'emploi et de celui des gains de productivité. A long terme, l'évolution de l'emploi est identique à celle de la démographie sauf à envisager des variations du taux d'emploi. L'hétérogénéité de la croissance vient directement de celle des gains de productivité et des évolutions démographiques. On peut considérer que les évolutions démographiques sont relativement exogènes. Mais les gains de productivité dépendent de nombreux facteurs : rattrapage des pays émergents, évolutions des taux de change, flux d'investissement direct, qualité de la spécialisation internationale, efforts d'investissement, politiques économiques et pourquoi pas qualité des places financières.

La croissance mondiale accélère du fait du rattrapage de revenu dans les pays émergents, de l'effort d'investissement, particulièrement en Asie, des gains de productivité élevés, du passage, après les crises des années 90, à des politiques monétaires et de change plus raisonnables (fin des appréciations réelles chroniques et au contraire passage à des politiques de change réel faible...) dans les pays émergents, y compris depuis 2001 dans les pays d'Europe Centrale.

1.1.1. Des évolutions démographiques très disparates

Parmi les pays les plus avancés de l'OCDE, les perspectives démographiques sont beaucoup plus favorables aux Etats-Unis qu'en Europe ou au Japon. De façon plus précise, l'augmentation naturelle de la population en âge de travailler (de 15 à 64 ans) passera en France du rythme d'accroissement annuel de 0,6 % (rythme moyen depuis trente ans qui se maintiendra jusqu'en 2006 inclus), à 0,4 % en 2007 puis à 0,2 % en 2008. En Allemagne et en Italie, la population en âge de travailler a déjà commencé à diminuer. En contrepartie, on peut imaginer en Europe continentale (mais pas aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni) une certaine remontée des taux d'emploi. Il reste que les ressources en main-d'oeuvre commencent à se modérer dans l'ensemble des pays développés, et plus particulièrement en Europe et au Japon.

1.1.2. De nouveaux acteurs mondiaux

La productivité apparente du travail (taux d'accroissement du PIB par personne employée), s'est inscrite dans les années récentes sur des tendances divergentes, accélération aux Etats-Unis et dans les pays émergents, ralentissement en Europe. Cette divergence s'explique par la différence du rythme d'incorporation des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Elle s'explique aussi par les politiques visant à « enrichir la croissance en emplois » en Europe et un partage de la valeur ajoutée qui s'est déplacé en faveur des entreprises aux Etats-Unis.

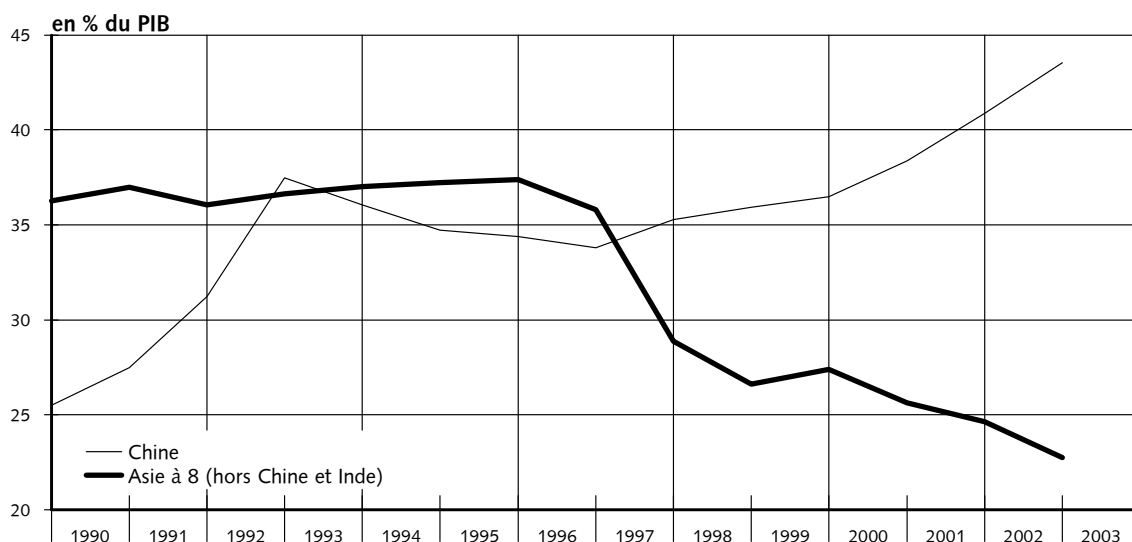
On peut envisager un arrêt sinon une résorption de cette divergence si l'on pense que l'Europe bénéficiera (avec retard) des effets des nouvelles technologies, que les politiques de l'emploi n'ont plus beaucoup de marges en Europe et qu'un ajustement à la baisse de la part des profits dans la valeur ajoutée pourrait s'opérer aux Etats-Unis comme au Japon. Mais la résorption de la divergence entre la zone euro et les Etats-Unis exigera des réformes structurelles importantes.

Les travaux de l'OCDE insistent depuis longtemps sur le fait qu'une politique de l'encouragement de l'offre par utilisation des forces de l'innovation, de l'ouverture des frontières et de la poursuite de la politique de décloisonnement et de déréglementation favorise la croissance économique. Or certains pays, industrialisés ou émergents, se sont peu ou pas engagés dans cette voie.

La Chine et les pays émergents d'Asie sont entrés dans un processus de rattrapage économique des pays industrialisés. La croissance chinoise se poursuit depuis près de vingt ans à un rythme

moyen de 9 % par an. Le niveau de vie (mesuré en dollars PPA / habitant) des chinois était vingt-trois fois inférieur à celui des français en 1980. Il est désormais cinq fois inférieur à celui des français.

L'investissement total en Asie émergente



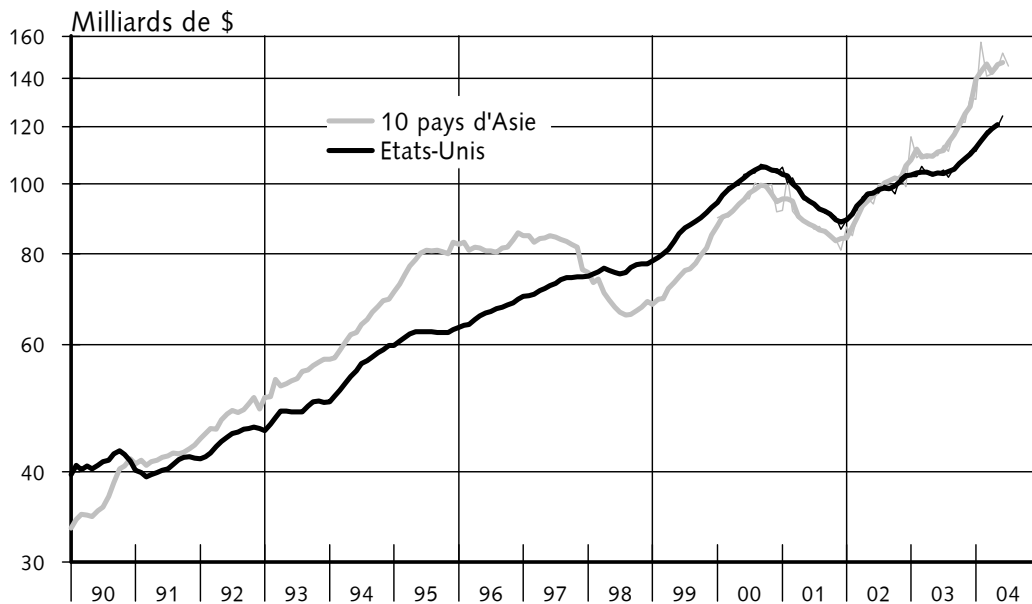
Asie à 8 : Corée du Sud, Indonésie, Hong Kong, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande

© REXECODE

Source : Banque asiatique de développement

Tout porte à croire que ce processus de rattrapage se poursuivra à moyen terme au-delà d'inévitables chocs conjoncturels. La Chine bénéficie de son entrée dans l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Les possibilités encore fortes d'exode rural sont la garantie du maintien de coûts de production bas même s'ils sont potentiellement porteurs de tensions sociales déstabilisantes. Il est probable que l'Inde rejoindra rapidement les pays émergents actuels d'Asie que sont la Chine, la Corée, la Malaisie, la Thaïlande, Hong Kong, Singapour. Pour ces pays, comme pour leurs clients ou fournisseurs, l'entrée dans l'OMC ouvre des perspectives de renforcement des échanges et des investissements directs ou de portefeuille, et ceux-ci se feront par le biais des marchés financiers. Les marchés financiers domestiques sont encore embryonnaires et devraient trouver à l'étranger des relais de croissance et de développement.

Importations en dollars



© REXECODE

Certes, le régime de croissance de la Chine ne semble équilibré ni du point de vue physique, ni du point de vue financier. Du point de vue physique, le taux d'investissement (actuellement 45 % du PIB), qui permet une forte croissance de la production industrielle, implique un accroissement du capital physique de 20 à 30 % par an, bien trop élevé pour une croissance annuelle du PIB de 9 %. Le taux d'investissement des pays émergents d'Asie est lui aussi élevé (22 % du PIB dans l'Asie hors Chine). On assistera à des périodes de ralentissement, mais les besoins en infrastructures de transport, de communication, en énergie demeurent immenses et soutiendront le processus d'investissement et le besoin de financement.

Pour les investisseurs, ces évolutions ne sont pas neutres. Si la croissance mondiale redevient forte, les bourses progresseront à nouveau.

1.1.3. Qualité de la spécialisation internationale

Si la croissance asiatique reste durablement plus forte que la croissance américaine, cela impliquera une croissance nettement plus forte des flux de commerce extérieur de l'Asie, tant du côté des exportations que des importations. Les importations des pays d'Asie sont d'ores et déjà plus importantes que celle des Etats-Unis. D'ici 2010, l'Asie va remplacer les Etats-Unis comme moteur de la croissance mondiale. Cette modification aura des effets importants sur les autres pays, selon que leur spécialisation productive et la structure

géographique de leurs échanges les rendront aptes ou non à profiter de la forte croissance asiatique. Compte tenu de la part des exportations à destination des pays émergents d'Asie, les plus grands gagnants semblent être outre le Japon (29 % de part de marché dans les importations consolidés des pays d'Asie émergente), l'Australie, les Etats-Unis (18 %), l'Allemagne (7 %), la Suède, la Russie, l'Argentine et le Brésil. Le Royaume-Uni ou les pays méditerranéens comme la France (2,5 %), l'Italie ou l'Espagne n'apparaissent pas en bonne position.

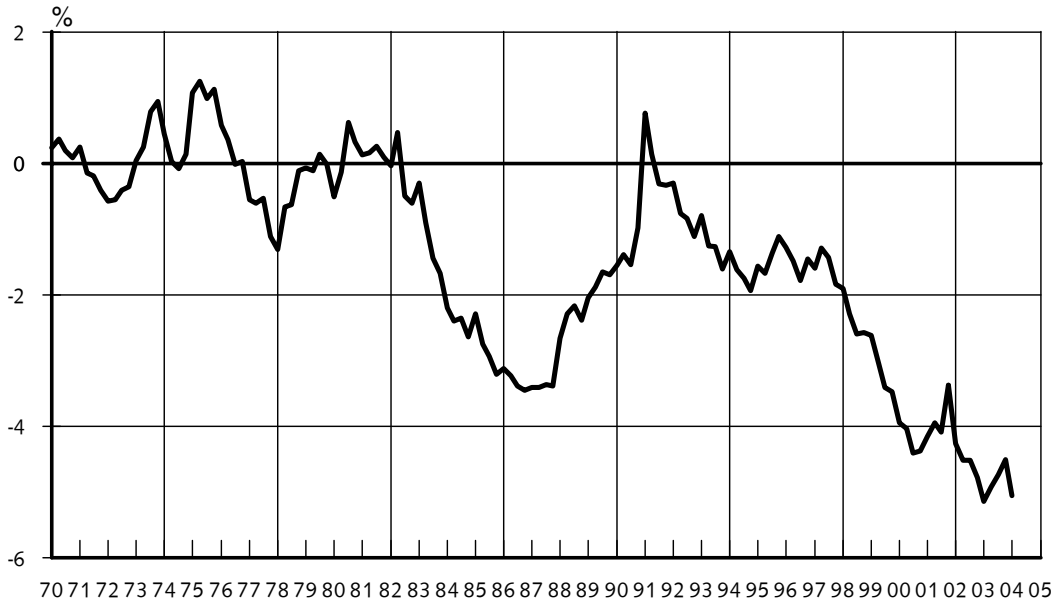
Un investisseur aura naturellement intérêt à investir dans les pays en croissance forte (Asie, Pays de l'Est) et dans les entreprises qui vendent dans ces pays (sauf si les risques géopolitiques sont élevés). Par ailleurs, étant donné que le rattrapage de ces pays se traduit par un flux important d'investissements, il vaudra mieux investir dans les secteurs qui profitent du cycle mondial d'investissement (secteurs des biens d'équipements).

1.2. Un rééquilibrage de la balance courante des Etats-Unis

Le déficit courant des Etats-Unis dépasse 5 % du PIB. Son rééquilibrage appellerait à une dépréciation du dollar. De fait, l'attractivité des Etats-Unis pour les investisseurs privés a faibli et le déficit courant des Etats-Unis est de plus en plus financé par les interventions de change des banques centrales asiatiques (et non par les flux de capitaux privés) qui achètent des titres du Trésor américain. Le financement de ce déficit par les banques centrales asiatiques permet à ces pays de conserver un taux de change vis-à-vis du dollar compétitif et d'accroître leurs exportations vers les Etats-Unis.

Cet « équilibre » n'est pas économiquement soutenable (ce n'est pas un équilibre de long terme). Il entraîne une croissance insoutenable de la dette extérieure des Etats-Unis et des réserves de change en Asie (dont la contrepartie est une hausse des liquidités via l'élargissement de la base monétaire). Mais il peut être durable, puisqu'il est mutuellement avantageux : il permet aux américains de consommer plus que ce que permet leur production ; aux pays d'Asie de croître plus vite grâce aux exportations.

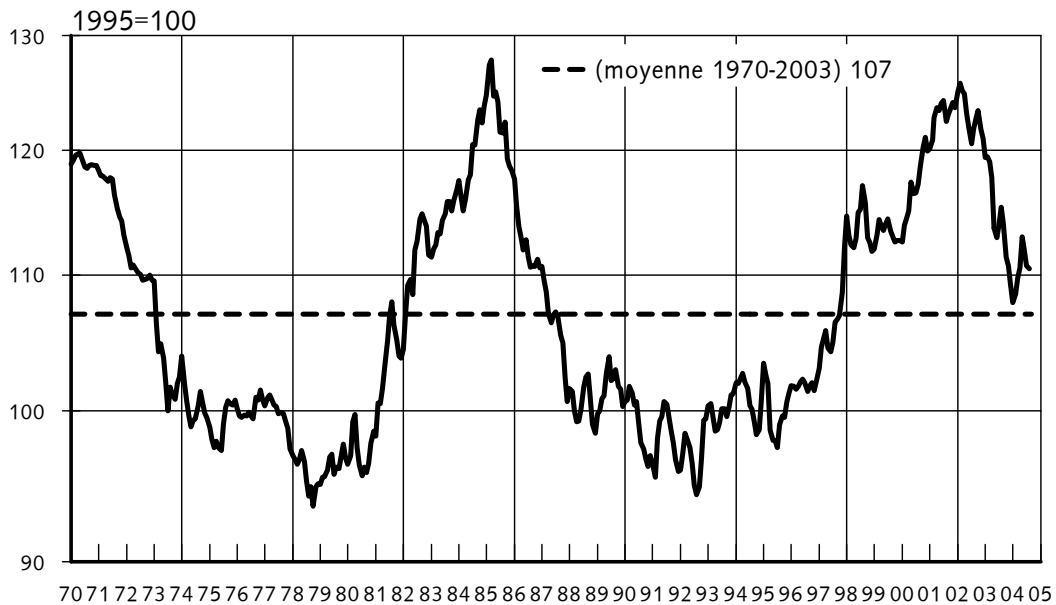
Etats-Unis : balance courante en % du PIB



© REXECODE

A horizon 2010, il n'est donc pas exclu que cet « équilibre » soit rompu et il y aurait alors à la fois une baisse du dollar et/ou une hausse du yuan, et une hausse des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis. Pour les investisseurs, cela signifie qu'il faut se garder d'être trop optimiste au sujet des Etats-Unis pour lesquels le risque de change est réel.

Taux de change effectif réel du dollar



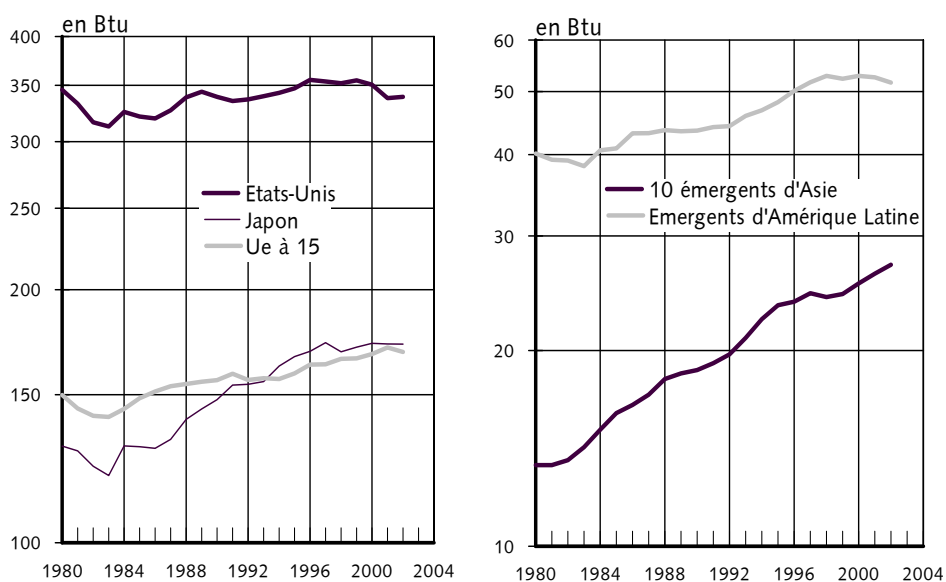
© REXECODE

1.3. Une hausse des prix sur les marchés mondiaux

Actuellement, la croissance mondiale est vive, certainement au dessus de sa tendance longue dans l'ensemble des zones du monde. Cette situation a provoqué des tensions sur les prix des principaux marchés mondiaux. Les prix ont commencé à augmenter au début 2002 et le mouvement s'est poursuivi pour le pétrole jusqu'aux dernières semaines.

Les marchés mondiaux des produits de base (énergie, matières premières, acier) ont été déséquilibrés récemment par la conjonction de la reprise du cycle mondial et par un afflux spécifique de demande dû à la très forte croissance chinoise, ainsi que par des goulots d'étranglement dans les transports et la logistique. Il en est résulté une hausse des prix des produits de base énergie et matières premières de l'ordre de 50 % en un peu plus de deux ans. Le cycle conjoncturel mondial devrait s'infléchir et permettre un certain ralentissement des prix des produits de base (dont le pétrole). Toutefois, la forte croissance de la Chine et des pays émergents d'Asie devrait continuer. Etant donné que leur consommation énergétique par habitant est sept fois inférieure à celle des pays industrialisés, cela devrait peser sur les marchés énergétiques comme ceux des matières premières.

Consommation d'énergie primaire par tête

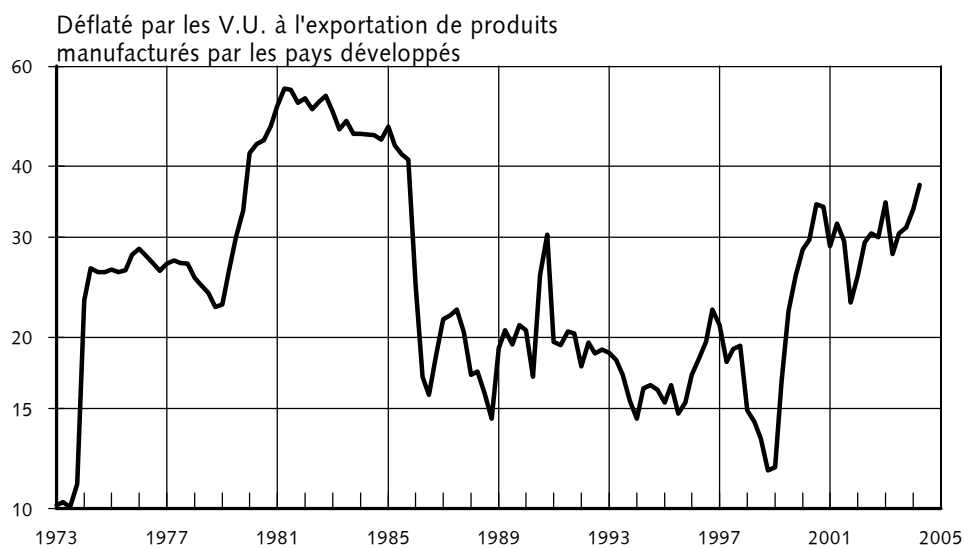


© REXECODE

Il est difficile d'anticiper les conséquences de ces chocs d'offre sur l'inflation des prix de détail, ni d'ailleurs comment les banques centrales vont réagir. On devrait normalement s'attendre à un passage progressif des hausses des prix des matières premières dans

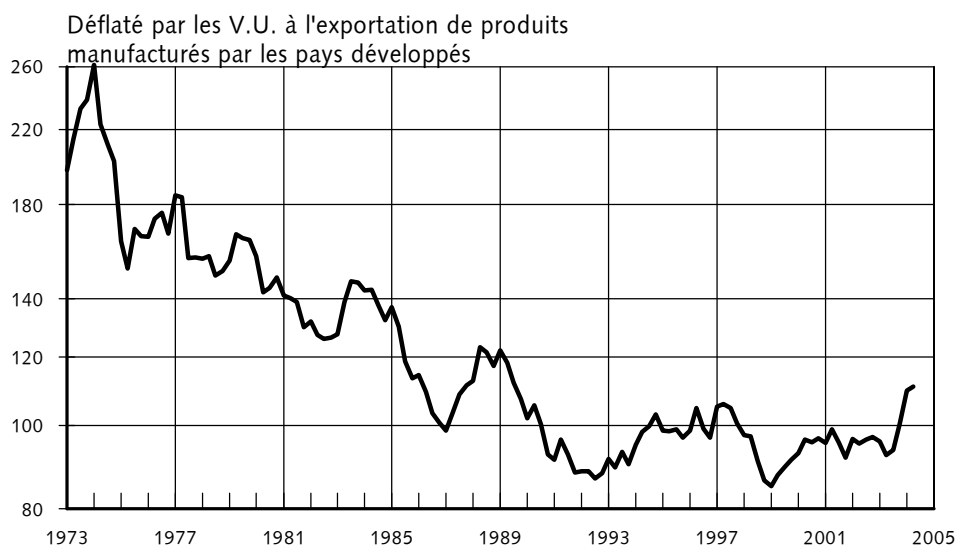
les prix de la consommation. Mais cet effet pourrait être faible ou négligeable si les prix relatifs des autres produits et services continuaient de baisser. L'inflation sous-jacente reste faible aux Etats-Unis et en Europe au regard des tendances historiques. En Chine, elle a brutalement accéléré au cours des derniers mois (plus de 5 % sur un an en juillet 2004) mais cette évolution reflète plutôt un retour à la normale par rapport à une période de croissance forte sans inflation qui était difficilement compréhensible.

Prix relatif du Brent



© REXECODE

Prix relatif des matières premières



© REXECODE

1.4. Des déséquilibres budgétaires à résorber

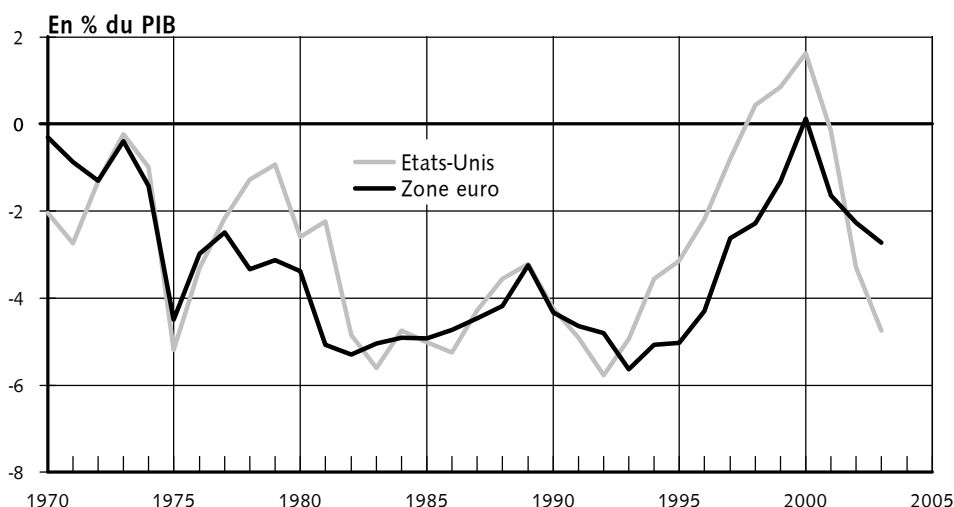
Les Etats-Unis se sont engagés dans les années 1990 dans une réduction de leur déficit budgétaire grâce à une diminution des dépenses fédérales et à des rentrées fiscales plus importantes dans un contexte de croissance. D'autres pays européens ont suivi cette politique et étaient parvenus à l'aube du XXI^e siècle à revenir à ce principe de l'équilibre budgétaire qui prévalait en Europe jusqu'à la fin des années 60.

D'un point de vue macroéconomique, ce retour à l'orthodoxie budgétaire présentait des points positifs, comme la mise en réserves d'excédents toujours disponibles en cas de retournement et l'amélioration des taux d'intérêt auxquels les Trésors nationaux pouvaient emprunter.

Du point de vue des marchés financiers, on observait d'autres faits comme la hausse des *spreads* entre les taux des émetteurs publics et ceux des émetteurs privés, la moindre fiabilité de la courbe des taux (les taux longs étant faibles), enfin, pour les banques centrales, un remplacement partiel des titres d'Etat par des actions de grandes entreprises ou d'agences parapubliques.

Depuis l'année 2000 et la crise boursière liée à l'effondrement des valeurs technologiques, on a assisté à un creusement important des déficits publics, aux Etats-Unis, en Europe et au Japon. Le déficit atteint 4,6 % du PIB aux Etats-Unis et 2,7 % dans la zone euro en 2004. L'accroissement des déficits publics (une variation de 6,2 % du PIB entre 2000 et 2004) a contribué à soutenir l'activité américaine.

Comptes des administrations publiques
Besoin ou capacité de financement



© REXECODE

Ce creusement des déficits n'est pas extrapolable et il faut s'attendre à un resserrement des politiques budgétaires. Nous entrons maintenant dans le mouvement inverse où la réduction des déficits modérera un peu la croissance. Il est toutefois peu probable que l'on retrouve une situation identique à celle de la fin des années 1990. L'ouverture généralisée des déficits publics est en effet due davantage à des causes structurelles qu'au cycle : concurrence fiscale, qui pousse à la baisse les taux d'imposition, hausse nécessaire de certaines dépenses publiques (militaire, recherche, éducation, sécurité), vieillissement (retraites, santé...).

Ceci implique un risque d'insuffisance mondiale (ex-ante) d'épargne dans le futur, donc de hausse des taux d'intérêt réels.

1.5. Des perspectives de hausse modérée des taux d'intérêt

L'évolution des politiques monétaires depuis 1997-1998 a été particulièrement spectaculaire. La croissance de la liquidité (via celle des bases monétaires, des offres de monnaie de banque centrale) a été continûment et extraordinairement rapide, trois à quatre fois plus rapide que celle du PIB mondial. Cette politique monétaire expansionniste a plusieurs causes : la succession de chocs (crises des pays émergents d'Asie, LTCM..., choc de l'an 2000, 11 septembre 2001 puis guerre en Irak, Enron), la volonté de soutenir la croissance dans les grands pays de l'OCDE, les interventions de change non stérilisées des banques centrales asiatiques, visant à stabiliser le dollar, la concentration des banques centrales sur le seul objectif d'inflation au niveau des prix de détail.

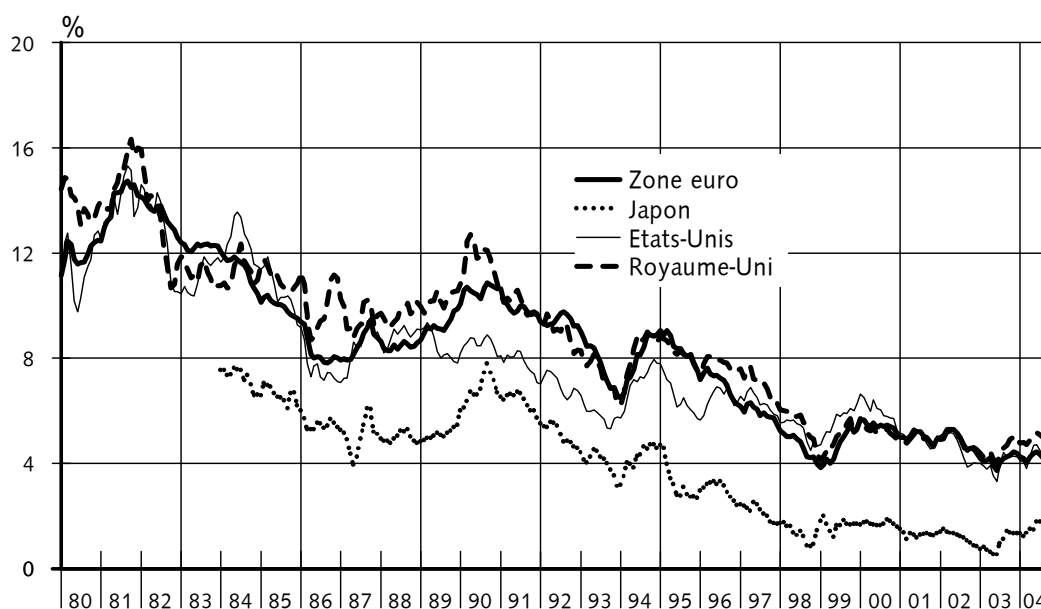
Certains de ces phénomènes ne se produiront probablement plus. Les chocs pourraient être mieux prévenus. Les interventions des banques centrales asiatiques peuvent durer encore quelques temps mais ne sont pas extrapolables du fait des tensions inflationnistes qu'elles induisent. De même, au fur et à mesure de leur rattrapage, la concurrence en provenance des pays émergents, qui avait tiré vers le bas les prix de tous les biens et services délocalisables, pourrait baisser d'intensité.

In fine, des taux d'intervention de 1,5 % aux Etats-Unis et de 2 % dans la zone euro ne sont pas soutenables compte tenu du niveau de croissance économique. On devrait également observer une hausse des taux directeurs en Chine (qui sont désormais inférieurs à l'inflation). Dans quasiment tous les pays (à l'exception du Royaume-Uni où les marchés anticipent un net ralentissement voire une récession), la pente de la courbe des taux est encore forte et devra se

réduire. Historiquement, l'écart entre les taux longs (dix ans) et les taux courts (taux directeurs) est de l'ordre de cent points de base aux Etats-Unis et en Europe. Les écarts observés actuellement (entre deux cents et trois cents points de base) ne sont donc pas soutenables.

De nombreux facteurs poussent les banques centrales à retarder, à lisser la remontée des taux d'intérêt : l'excès d'endettement des ménages dans beaucoup de pays, la crainte de faire éclater les bulles sur les prix des actifs, de l'immobilier en particulier, l'importance des portefeuilles obligataires des banques ou des assurances, qui généreraient d'importantes moins values en capital en cas de remontée trop rapide des taux d'intérêt.

Taux des obligations d'Etat à 10 ans



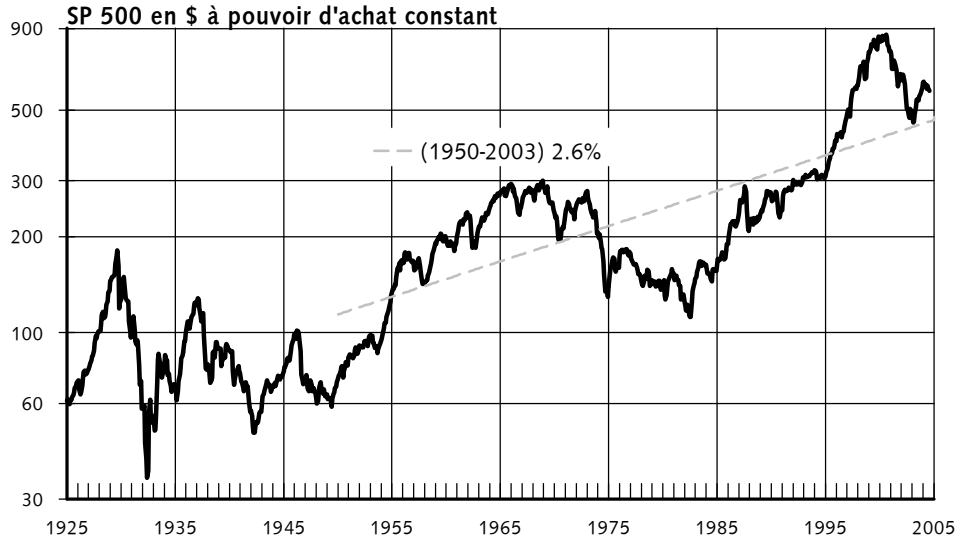
© REXECODE

Cette normalisation devrait donc s'opérer sans précipitation dans un horizon proche (2005) et elle sera aussi en elle-même un facteur de modération de la croissance. Elle a déjà commencé au Royaume-Uni depuis plus d'un an et aux Etats-Unis depuis quelques mois.

En ce qui concerne les taux nominaux longs, l'accélération de la croissance mondiale ferait plutôt pencher vers une hausse. Elle serait de l'ordre de 100 points de base aux Etats-Unis et plus faible dans la zone euro. La réduction de la liquidité mondiale aura des effets non négligeables sur les prix des actifs (à hauteur de l'endettement des ménages) et contribuerait à court terme au ralentissement économique. Nous ne retenons pas l'hypothèse d'une crise de solvabilité des

emprunteurs immobiliers (à l'exception du Royaume-Uni ou de l'Espagne), des banques ou des investisseurs institutionnels.

New-York : Standard and Poor's - 500 valeurs



Du point de vue des investisseurs, cela signifie qu'il faudra arbitrer en défaveur des actifs qui ont le plus profité des taux d'intérêt bas dans la période récente (immobilier, marchés obligataires).

1.6. L'incidence du vieillissement démographique sur les cours boursiers

Plusieurs grands pays comme le Japon et l'Allemagne connaissent un vieillissement de la population qui pourrait mener jusqu'au non-renouvellement des générations.

Il est bien documenté que la valorisation boursière varie avec la démographie, en particulier avec le ratio : population de 35 à 65 ans (actifs en âge d'épargner) / population de plus de 65 ans (retraités). Dans la période récente où les actifs en âge d'épargner sont nombreux relativement aux retraités, on observe un rendement boursier très élevé, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe à l'exception de la période de crise 2001-2002.

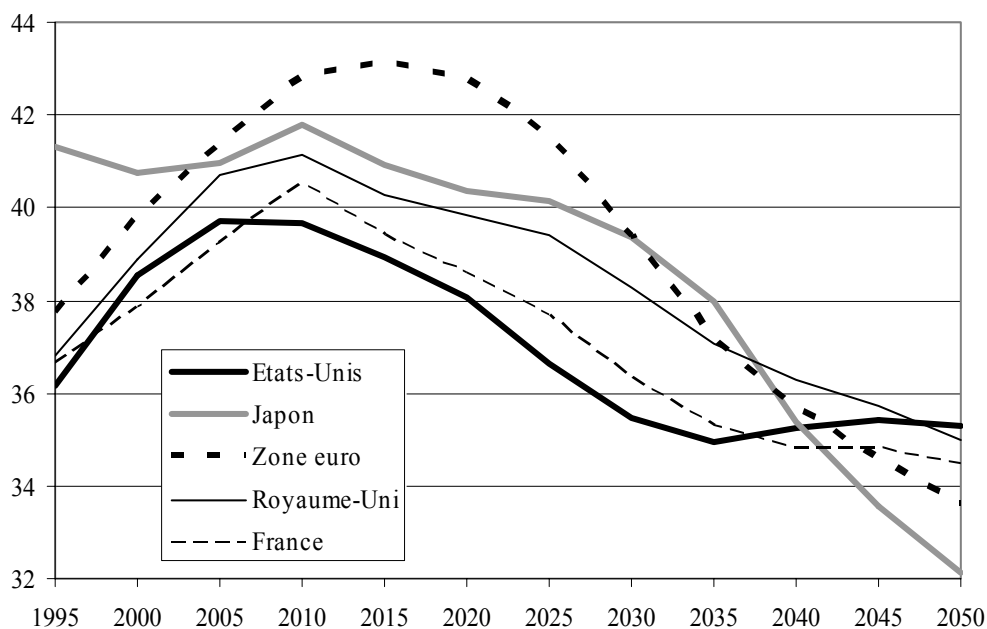
La théorie habituelle du cycle de vie prédit que les investissements en actions, la valorisation des actions et les cours boursiers sont négativement corrélés avec la taille de la population retraitée (de plus de 65 ans) et qu'au contraire, ces variables sont positivement corrélées avec la taille de la population en âge d'épargner (35 à 65 ans).

Ceci vient naturellement de ce que, lorsque la population en âge d'épargner est nombreuse, il y a ex-ante excès de demande d'actions, d'où la hausse des cours ; la situation est opposée lorsque la population en âge de désépargner (les retraités) est nombreuse.

On observe également une corrélation négative entre la taille de la population en âge d'épargner et le rendement des actions. La hausse des cours provoque bien sûr une hausse des rendements boursiers lorsqu'elle se produit. Mais, ultérieurement, lorsque la population en âge d'épargner est nombreuse, le niveau des cours boursiers reste élevé, ce qui procure au contraire des rendements boursiers faibles. Les générations en âge d'épargner nombreuses, achetant les actifs financiers à un prix élevé, ne bénéficient pas de rendements élevés ; seuls les acheteurs précoces, achetant au début des périodes où la population en âge d'épargner est nombreuse, profitent de rendements élevés. (Par ailleurs, lorsque la population en âge d'épargner est nombreuse, l'offre de travail est abondante, et l'inflation donc les taux d'intérêt sont faibles).

Ceci veut dire que, pour les investisseurs, le seul bon moment pour acheter des actions est le début d'une période de hausse de la part de la population en âge de travailler dans la population totale.

Part des 35-65 ans dans la population



Or, d'ici 2010, le ratio des plus de 65 ans / 35 – 65 ans ne devrait pas connaître de bouleversements profonds, si bien que l'offre de capital de la part des générateurs en âge d'épargner demeurera

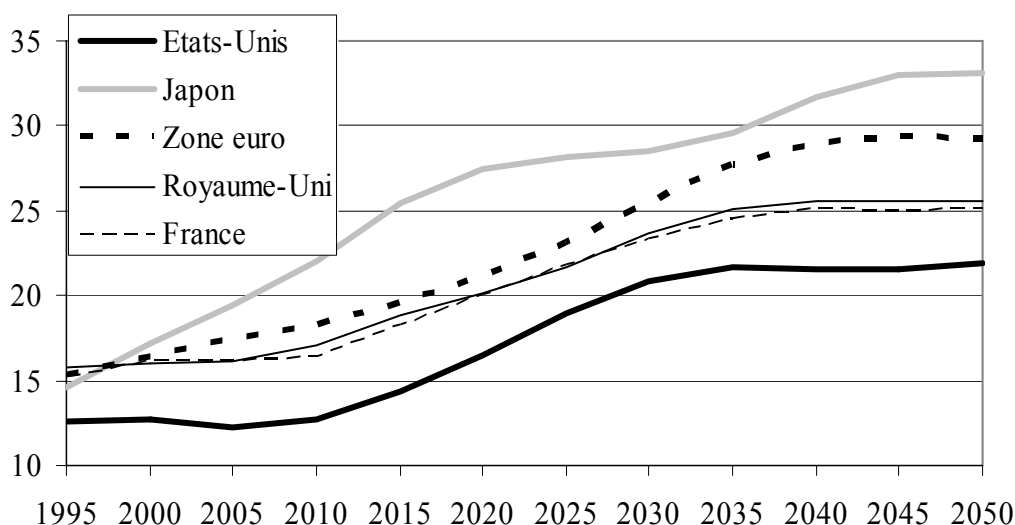
élevée, et avec elle le niveau des cours boursiers. La gestion pour compte de tiers et l'assurance-vie seront toujours aussi recherchées et avec elles les supports actions. Mais les rendements diminueront.

Par contre, à partir de 2010, le ratio des plus de 65 ans / 35 - 65 ans devrait considérablement se dégrader. Les places financières vivront donc une mutation profonde. Dans tous les pays où la retraite par capitalisation est développée, les fonds de pension vont vendre des actions, pour acheter d'abord des obligations puis vendront leurs obligations pour assurer le versement des pensions, en fonction de l'Asset Liability Management (ALM) normal d'un fonds de pension. On peut donc s'attendre, en raison des évolutions démographiques, à un recul de la valorisation boursière, comme dans la période 1970 – 1985. Ce recul pourra partiellement être atténué si les pays à forte croissance et épargnants, où la détention d'actions est aujourd'hui peu développée, peuvent racheter les actions vendues dans les pays dans lesquels les fonds de pension sont de grande taille.

Ratio : part des 35-65 ans/ Part des plus de 65 ans

	2000	2005	2010	2015	2020
Etats-Unis	3,04	3,25	3,11	2,71	2,31
Japon	2,37	2,10	1,90	1,61	1,47
Zone euro	2,43	2,38	2,35	2,20	2,02
Royaume-Uni	2,42	2,51	2,41	2,14	1,98
France	2,35	2,43	2,48	2,16	1,92

Part des plus de 65 ans dans la population



1.7. Les nouveaux modes opératoires du FMI

L'expérience du passé montre qu'il n'y a jamais eu de décennie sans crise financière. Dans les dernières décennies, la plupart des crises financières ont eu lieu dans des zones émergentes : crise au Mexique fin 1994, en Thaïlande en juillet 1997 (qui se propage ensuite à l'ensemble de l'Asie émergente et au Brésil), en Russie en 1998, en Turquie en 2000, en Argentine en 2001.

Depuis 1995, les interventions du Fonds monétaire international (FMI) comme prêteur de dernier ressort se chiffrent par dizaines de milliards de dollars et aucune crise systémique n'a eu lieu. De fait, le FMI reste la seule institution internationale en mesure de réagir face à une prochaine crise systémique internationale et il est probable qu'il faudra attendre longtemps avant de trouver de nouvelles règles du jeu explicites pour répondre aux crises de change (l'exemple des réflexions sur la taxe Tobin est indicatif).

La Chine et l'Inde ont fait jusqu'ici exception, mais ces pays se situent à une étape moins avancée de leur développement et de leur insertion dans le marché mondial. Leur recours au financement international reste en outre marginal en comparaison des exemples précédents (Thaïlande, Turquie, Russie...).

Les pays développés eux-mêmes n'ont pas échappé à des périodes de tension, voire de crises financières sous la forme de crise de change (en Europe dans les années 1990) ou bien de crises boursières (1987, 2000). Une crise boursière dans les années prochaines paraît toutefois peu vraisemblable dans la mesure où nous sommes encore loin d'avoir retrouvé le pic antérieur. Du côté des changes, de nouvelles baisses du dollar sont évidemment possibles. Mais nous n'envisageons pas que le mouvement puisse prendre une allure de crise dans les années prochaines.

1.8. Le renouvellement des acteurs et des comportements chez les émetteurs

Une des principales justifications économiques des marchés financiers tient à ce qu'ils sont faits pour apporter des capitaux aux entreprises qui en ont besoin.

L'émergence d'une économie mondialisée a pour corollaire la transformation d'un nombre croissant d'entreprises en multinationales, c'est-à-dire des entreprises possédant au moins une filiale de production ou de vente hors de son pays d'origine. En 2000, la CnuCED évaluait leur nombre à plus de 60 000, contre 40 000 au milieu des années 90 et 7 000 en 1970. Ce chiffre est loin d'être figé, même s'il

peut connaître des influences contraires sous l'effet des concentrations, des scissions (squeeze out) et des sorties de bourse.

1.8.1. Les grandes entreprises et les fonds asiatiques

La Chine continentale est au premier rang de ce mouvement. Des firmes multinationales émergent dans les secteurs du pétrole (PetroChina, cotée à Hong Kong et à New York, Sinopec, CNOOC), des produits de base (Beijing North Star), des biens d'équipement (Chunlan, Kier, Haier) ou des TIC (China Telecom, China Mobile, TCL, Legend, Stone).

Le gouvernement chinois a entamé la réorganisation du marché financier à Shanghai et Shenzhen. En février 2001, il a ouvert le marché des actions B aux épargnants locaux, premier pas vers une fusion des deux marchés qui représenterait une capitalisation boursière de 500 milliards de dollars. Le taux d'épargne très élevé des ménages chinois et la convertibilité du yuan après l'entrée de la Chine dans l'OMC sont des facteurs favorables au développement des marchés boursiers.

Au Japon, où des multinationales avaient émergé dans les années 80, l'ouverture des entreprises aux capitaux étrangers ne fait que commencer. Dans des secteurs comme l'acier, l'automobile, la banque ou l'assurance, les opérateurs américains et européens font assaut de rivalités. Quelques entreprises publiques subsistent. Des start up, à l'image de Soft Bank dans la banque directe, apparaissent ; elles ont besoin de capitaux et ont vocation à aller en Bourse.

1.8.2. Le développement des privatisations

Le mouvement de privatisations entamé dans les pays européens dans les années 80, puis dans les pays émergents n'est pas achevé. Dans les pays européens, des opérateurs téléphoniques peuvent mettre sur le marché de nouvelles tranches de capital. C'est le cas de France Télécom tout récemment. Le secteur mutualiste et coopératif reste puissant dans la banque et l'assurance en France. Le secteur bancaire est partiellement dans les mains de fondations en Italie et de länders en Allemagne. Ils pourraient suivre un jour l'exemple britannique de démutualisation. Dans les pays émergents, les grands monopoles de production et de distribution, les compagnies aériennes sont toujours dans les mains de l'Etat.

1.8.3. Les fusions transfrontalières

Depuis le début des années 90, les fusions transfrontalières se sont multipliées. Elles ont touché tout aussi bien des entreprises américaines et européennes que des entreprises européennes entre elles (Rhône-Poulenc et Hoescht ont donné naissance à Aventis, Seita et Tabacalera à Altadis, Crédit local de France et le Crédit communal de Belgique à Dexia ; EADS résulte du regroupement de Matra-Aérospatiale, de DASA et de CASA). Tous les secteurs sont concernés (industrie pharmaceutique, télécommunications, pétrole,...).

A l'exemple du secteur bancaire qui reste encore peu concentré, les fusions transfrontières en Europe sont loin d'être terminées. Dans la mesure où les multinationales tendent à se rapprocher de leurs marchés directs, cela pourrait bénéficier aux places financières européennes continentales, notamment lorsque ces fusions ne concernent pas des sociétés anglo-saxonnes.

Toutefois, en l'absence de sociétés de droit européen et d'une harmonisation de la fiscalité européenne, ces fusions posent encore des problèmes juridiques et fiscaux de grande ampleur.

1.8.4. La fin des multiples cotations ?

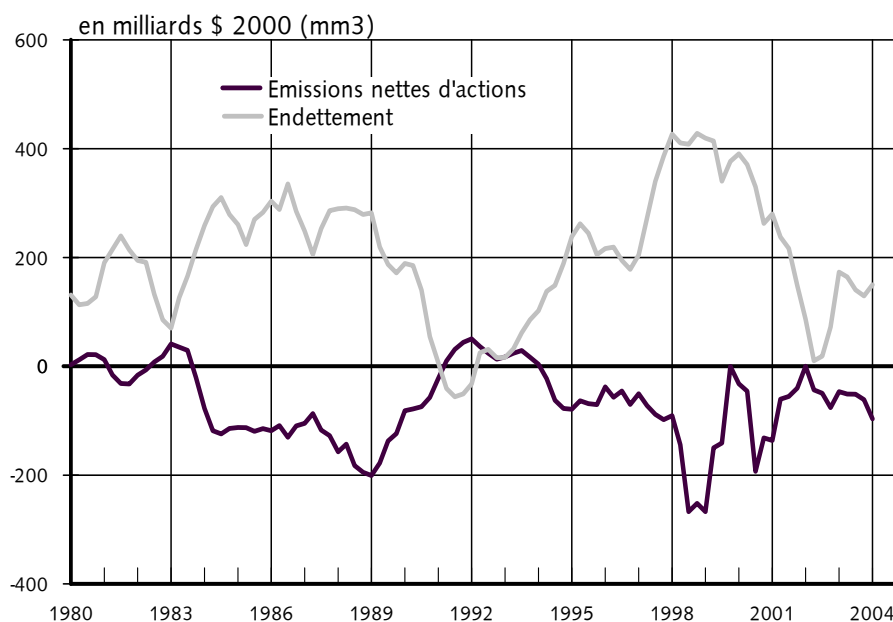
Cotées sur plusieurs bourses, les sociétés supportent des coûts d'introduction plus élevés et des coûts de suivi du cours du titre dont le niveau peut différer d'une bourse à une autre.

Tout récemment ABN AMRO a annoncé sa volonté de retirer ses actions ordinaires de pas moins de six places étrangères dont Londres et Francfort, au motif que « les coûts et les exigences des cotations dépassent les bénéfices retirés ». De même, les American Depositary Receipts (ADR) d'Alstom ont été officiellement retirés de la bourse de New York le 19 août dernier. Le mouvement semble bien général. Les émetteurs listés sur le Nasdaq sont passés de 488 à 343 entre 2000 et 2003. Dans le même temps, à Londres, le nombre d'émetteurs a diminué de 501 à 381.

Les entreprises souhaitent concentrer leur communication et diminuer leurs frais. Les exigences de la loi Sarbanes-Oxley ont pu contribuer à rendre moins attractive une cotation à New York ou à Londres pour les entreprises continentales. Les évolutions technologiques jouent également en faveur de ce mouvement. Souhaitant diversifier leur population d'investisseur, les sociétés cherchaient auparavant à s'en rapprocher. Avec le développement des moyens de communications, l'argument ne tient plus puisqu'un

investisseur peut acheter en temps réel sur toutes les places financières mondiales. Surtout, les émissions nettes de capitaux aux Etats-Unis sont négatives. Il semble, pour un temps au moins, que les entreprises ne cherchent plus à lever des capitaux mais plutôt à verser des dividendes à leurs actionnaires. Il est donc moins utile de diversifier les places.

Etats-Unis : Fonds levés par les SQS



© REXECODE

C'est ce qui a conduit Nokia à retirer tout récemment son action de la cote d'Euronext Paris, ou Lafarge à se retirer des bourses de Londres et des bourses allemandes.

Simultanément, du côté des investisseurs, la liquidité est de plus en plus recherchée, et celle-ci se trouve de plus en plus sur le marché directeur.

1.8.5. La sortie d'émetteurs de taille moyenne ?

Depuis le début des années 1990, l'arrivée de l'euro, la vague de mégafusions et l'apparition de la nouvelle économie, on observe un bouleversement des critères de sélection des investisseurs. Trois critères prennent aujourd'hui le dessus, la dimension boursière, la performance boursière et l'unicité du métier de l'entreprise désireuse d'aller en Bourse. Les coûts annuels de cotation sont élevés (0,6 à 1,5 % de la cotation) pour des avantages réduits. Les entreprises des secteurs traditionnels, déjà cotées, à la capitalisation boursière (de taille moyenne comprise entre 500 millions et un milliard d'euros),

sont exposées à un fort risque d'illiquidité. La sortie de la Bourse peut être la solution.

Sous le nom de *Public To Private* (FTP), la technique du retrait de la cote est née aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, où, entre mars 2000 et mai 2001, le nombre de retraits a été supérieur à celui des introductions. Ces deux pays ont procédé respectivement à 150 et à 44 opérations de ce type en 2000 au profit d'opérations de *Leverage Buy Out* (LBO) et de *Management Buy Out* (MBO). En France, des contraintes d'ordre fiscal et réglementaire d'ordre boursier, notamment le seuil d'intégration fiscale de 95 %, ont limité leur nombre à une dizaine sur les années 1999 et 2000. Mais il y a là une tendance qui pourrait être forte...

Nombre de sociétés cotées sur les marchés réglementés
(données fin d'années)

	2002 Total	2003 Total	Variation 2003/2002
Nasdaq	3 649	3 294	-9,73
NYSE	2 366	2 308	-2,45
Deutsche Börse	934	866	-7,28
Euronext	1 484	1 392	-6,20
Borsa Italiana	294	279	-5,10
London Stock Exchange	2 824	2 692	-4,67
Bourse de Tokyo	2 153	2 206	2,46

Conclusions

Comment évoluera l'environnement macroéconomique et financier des places financières d'ici à 2010 ? A quoi celles-ci doivent-elles se préparer ?

Les places financières internationales assurent d'autant mieux leur développement que l'environnement économique et financier est favorable. Cela signifie une poursuite de la croissance économique dans l'ensemble des pays du monde. Tout porte à croire que celle-ci sera encore meilleure dans les années à venir que dans les années 1990 et probablement moins secouée par les crises financières et boursières.

Avec un changement majeur toutefois. Les moteurs de l'économie mondiale ne seront plus les Etats-Unis mais les pays émergents d'Asie. Cela signifie que la demande de capitaux émanant de ces pays sera forte, alors que leurs marchés financiers n'en sont encore bien souvent qu'à l'état embryonnaire. Emetteurs comme

investisseurs se tourneront vers ce continent. Pour les places financières, il s'agira de tourner son regard et ses services vers l'Orient.

De leur côté, les pays européens connaîtront une croissance plus faible. Toutefois, marqués par le vieillissement démographique, ces pays seront appelés à accroître encore leur épargne déjà élevée. L'offre de capital des pays européens sera donc importante et les besoins d'intermédiation financière aussi.

D'un point de vue financier, une normalisation de la courbe des taux, encore anormalement pentue, devrait s'opérer. Elle s'accompagnera d'une hausse sensible des taux d'intérêt à court terme et d'une hausse plus modérée des taux nominaux longs. Cela devrait peser sur les prix des actifs dépendants des taux comme l'immobilier. La capacité d'une place financière à gérer cette rupture de tendance, nette par rapport aux années passées marquées par un excès de liquidité sera déterminante.

Grâce une industrie de la gestion d'actif efficace et une bonne présence sur les marchés des taux, la Place de Paris dispose d'atouts non négligeables.

Chapitre 2

Les dynamiques des places financières

Une place financière est un enjeu important pour des raisons d'ordre politique et social : maintien des centres de décisions en France, maintien de l'emploi, prestige national. L'essentiel réside sans aucun doute dans le fait que la place financière de Paris demeure un facteur de compétitivité pour les entreprises françaises financières et non financières. De nombreux faits et arguments militent en ce sens.

2.1. Définition d'une place financière

Selon la Banque de France, les places sont désignées comme les lieux « qui assurent la rencontre de multiples acteurs qui concourent au bon fonctionnement des marchés financiers au sein d'écosystèmes dégagant d'importantes synergies ».

Les places « apportent, aux agents économiques financiers, des services spécialisés et rapprochés indispensables pour la conduite de leurs opérations et offrent aux décideurs de la sphère financière et de l'économie réelle des structures appropriées pour faciliter la mise en oeuvre de leur politique. Elles ne se réduisent pas à quelques fonctions périphériques mais sont au contraire au coeur du fonctionnement de nos économies. Cette communauté d'acteurs, qui recouvre le concept de place ou de centre financier, s'étend des émetteurs aux investisseurs en passant par des intermédiaires, mais aussi par un large éventail de spécialistes dans des domaines très pointus et souvent à forte valeur ajoutée : informaticiens, analystes financiers, analystes du risque, juristes, fiscalistes...

Outre les fonctions « marché » et « services d'appui logistique », les grandes places financières sont capables d'offrir à ces acteurs des architectures facilitant les échanges, qu'il s'agisse d'infrastructures techniques performantes et sécurisées (systèmes de paiement, centrales dépositaires, entreprises de marché dotées de système de compensation...) ou d'environnements réglementaires modernes répondant aux besoins des acteurs en matière de transparence et de sécurité tout en laissant à ces derniers une flexibilité suffisante (instances de régulation et de contrôle) ».

De façon générale, une place financière se définit simplement comme le lieu où différents acteurs, émetteurs, investisseurs et intermédiaires se rencontrent et se rendent mutuellement des services. Par ses intermédiaires financiers, une place financière rend une multiplicité de services aux émetteurs comme aux investisseurs. Elle vend des produits et services très différenciés, dont la

complémentarité est souvent considérée comme un gage d'efficacité. Chacun de ses produits et services a sa propre fonction de production, constituée de nombreux métiers ou briques élémentaires, de la conception à la production en passant par la vente et l'administration.

Une place financière est également caractérisée par une architecture, réglementaire et technique, dans laquelle le rôle des autorités de régulation, comme des technologies sécurisées d'échange (dépôt, règlement livraison) est primordial.

Cette définition appelle plusieurs remarques.

Premièrement, 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. Il existera donc toujours des forces d'agglomération et de localisation géographique, à l'échelle mondiale ou régionale.

Deuxièmement, parce que les services et les activités délivrés par une place financière sont de natures très différentes, il est délicat de parler de façon globale de facteurs de compétitivité (coût, qualité, proximité d'un marché, taille du marché ...) à propos d'une place financière. Leur importance relative varie selon la nature du service. Par exemple, les facteurs de compétitivité et de localisation de l'analyse financière (parmi lesquels la proximité des grands émetteurs ou les coûts fiscaux et sociaux) ne sont pas les mêmes que ceux des opérations de change (où les rendements d'échelle sont importants et la taille critique importante).

2.2. Effets d'agglomération et développement d'une place financière

Jusqu'à la fin des années 80, l'existence de la place financière de Paris allait presque 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 également largement sous tutelle, la priorité étant donnée au financement du déficit public (à vrai dire plutôt faible jusqu'aux années 80). La balance des paiements était elle-même sous surveillance par le contrôle des changes et après la première crise pétrolière par la politique dite des « emprunts encouragés ».

Grâce à ces instruments destinés à orienter les flux d'investissement, la finance pouvait sembler « mise au service de l'économie nationale ». Les marchés financiers français étant relativement isolés du reste du monde, les acteurs étaient dans la nécessité de s'agglomérer au sein de la place financière de Paris, laquelle ne souffrait vraiment ni de la concurrence de places régionales, ni de celles de places étrangères.

Le démantèlement de ce dispositif a commencé il y a un peu plus d'une décennie dans la perspective du marché européen unique des capitaux afin de libérer les choix des acteurs et de mieux insérer notre économie dans l'économie mondiale. La fin de l'encadrement du crédit date de 1986, celle du contrôle des changes de juillet 1990. Par ailleurs, un cycle de privatisation s'achève alors. Les seules contraintes qui subsistaient (fixation de certains taux créditeurs, livret A, comptes à vue, etc.) concernaient les ménages.

Une nouvelle problématique s'installe donc progressivement sur la notion et le rôle des places financières nationales. Il est important d'en comprendre la dynamique.

2.2.1. Dans une économie déréglementée, une place financière est de plus en plus le résultat d'une évolution spontanée

Dans tous les pays du monde, les firmes financières ont tendance à s'agglomérer en un même lieu, en général dans la capitale économique. Au-delà des arrangements institutionnels et fiscaux variables ou de la manifestation d'actions volontaristes d'un lieu à l'autre, des forces sont à l'œuvre qui incitent à ce comportement en raison des avantages liés à la proximité.

Les métiers de la finance n'échappent pas au phénomène 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 positive : la performance de chacun est améliorée du fait de la présence et de l'activité des autres.

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 et des services. Elle facilite la constitution d'un bassin de main d'œuvre et la population ainsi regroupée devient une clientèle naturelle des entreprises de l'agglomération.

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 tolère voire recherche la mobilité et le mode de vie urbain. En outre, ces mêmes activités compensent facilement par leur taille et la bonne productivité qui en résulte l'inconvénient d'être relativement plus éloignée des lieux de vente et de consommation. En revanche, à la périphérie subsisteront les activités à faible productivité destinées à satisfaire les besoins courants, employant des personnels en moyenne moins qualifiés.

Paradoxalement, tendent à s'agglomérer non seulement des entreprises dont les activités sont complémentaires, mais aussi des entreprises du même secteur, donc directement concurrentes. Cela s'explique par le fait que les gains tirés de la proximité l'emportent sur les inconvénients d'avoir à affronter ses concurrents dans un même espace réduit, mais aussi et surtout parce qu'un comportement stratégique rationnel consiste à « marquer » au plus près ses concurrents en s'en éloignant le moins possible.

Dernier point et non des moindres, la présence du pouvoir « politique » (au sens large, ce peut être l'autorité de tutelle d'une profession ou de régulation d'un marché) n'est pas sans influence sur les choix de localisation des entreprises, la réciproque étant aussi souvent quelquefois vérifiée.

2.2.2. La finance, une activité à rendements croissants ...

L'analyse économique générale de la localisation s'applique aussi à la finance qui remplit toutes les conditions pour avoir vocation à s'agglomérer en un même lieu.

Pour plusieurs 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. Nous sommes bien en situation de rendements croissants et d'économies d'échelle. La gestion des crédits et des dépôts est clairement dans ce cas, pour les raisons précédentes et aussi d'autres raisons qui tiennent à la mutualisation des risques. La gestion des moyens de paiement, conjointement avec l'institut d'émission, fait jouer à plein les économies d'échelle, puisque les organes centraux de compensation doivent être aussi peu nombreux que possible, à l'intérieur des établissements et entre établissements.

Enfin, s'agissant des marchés eux-mêmes, la liquidité est une fonction croissante du nombre des participants. La « proximité » (qui

doit être conçue aujourd'hui dans un sens élargi tenant compte des outils actuels de communication) 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. Les effets de taille sur les coûts sont cependant bornés par les inconvénients inhérents à la difficulté de gérer des organisations trop grandes (coût de coordination, coût d'acquisition et de gestion de l'information, etc...). Ainsi, à chaque métier financier correspond en théorie une taille optimale, on dit aussi une « taille économique », celle pour laquelle il fonctionne avec les coûts unitaires les plus bas.

2.2.3. Les rendements croissants sont propices à la constitution d'oligopoles et à la concentration

L'expérience montre que cette « taille économique » peut être importante et couvrir une fraction appréciable de la demande qui s'exprime sur le marché. Le métier considéré a alors tendance à se structurer en oligopole, c'est-à-dire à comporter un petit nombre de firmes.

Des métiers spécialisés, comme l'animation du marché primaire des actions et des obligations, le conseil en fusions / acquisitions ou la banque privée, peuvent être assurés par tout un petit nombre d'établissements, quelquefois à l'échelle mondiale comme peuvent l'être les grandes banques d'investissement américaines. Cas extrême, la gestion de la liquidité ne nécessite le plus souvent qu'une seule entreprise de Place, la Bourse de valeur résultant de l'existence d'une situation de « monopole naturel ». Le mouvement de concentration qui s'opère actuellement à l'échelle européenne en est une illustration.

2.2.4. Un effet d'agglomération sur une même Place des métiers à forte valeur ajoutée

Dans l'économie nationale, les membres de l'oligopole vont prendre leurs décisions de localisation en fonction, d'une part, de l'extension géographique des marchés (concentrés ou répartis sur le territoire) qu'ils doivent desservir ou sur lesquels ils s'approvisionnent (en main d'œuvre qualifiée ou non), d'autre part, du comportement de la concurrence (les autres membres de l'oligopole). On comprend facilement que ces choix de localisation ne seront pas identiques pour tous les métiers.

Dans la banque de détail, la proximité de la clientèle des particuliers et des PME est un facteur de succès. C'est pourquoi les

agences restent décentralisées, du moins tant que la banque à distance n'aura pas trouvé sa voie.

Les activités agglomérées sur la Place financière font, bien plus que les activités situées à la périphérie, appel à des personnels qualifiés voire hautement spécialisés. On a vu que c'est parce que ces personnels acceptent d'être mobiles géographiquement que cet effet d'agglomération peut se produire. Ainsi même dans le cas où les clients sont eux-mêmes dispersés sur le territoire (les collectivités locales par exemple), l'essentiel des équipes de conception et de direction se regroupent au Centre. Mais c'est aussi cette même caractéristique de mobilité qui peut créer une menace pour une place financière nationale dès lors que l'espace concurrentiel s'élargit.

En résumé, la Place financière rassemble les membres d'un oligopole, tout au moins leurs métiers qui ne sont pas tournés vers la satisfaction directe des clientèles dispersées (agences, réseaux commerciaux, etc.). 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, hôtellerie-restauration, etc... La Bourse de valeur comme les autorités monétaires et les autorités de contrôle font évidemment partie intégrante de la Place financière.

Dans certains pays moins centralisés que la France, la Place financière va naturellement se situer dans la ville siège de ces autorités : Francfort en Allemagne, Sao Paulo au Brésil, Milan en Italie, etc. Aux Etats-Unis, ce sont les autorités qui ont migré vers la Place financière. On note aussi que si la Réserve fédérale a son siège à Washington, l'organe exécutif de la politique monétaire est à New-York.

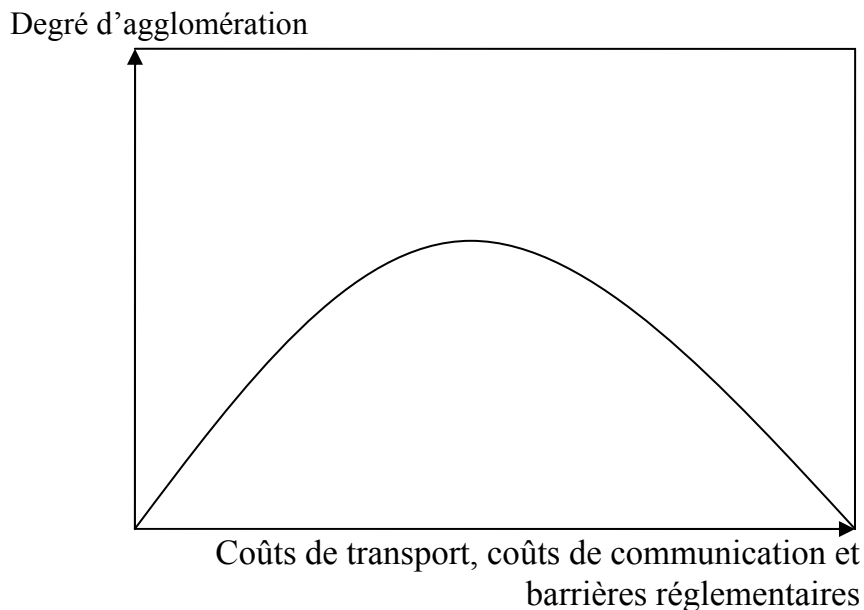
2.2.5. Le rôle ambigu des coûts de transport et de communication et des barrières réglementaires¹

Y-a-t-il une fatalité à la formation d'un centre financier ? L'abaissement des coûts de transport (l'avion et le TGV), des coûts de communication (avec l'avènement d'Internet), des barrières réglementaire (avec l'intégration des marchés financiers) ne sont-ils pas des facteurs tendant à réduire les avantages de l'agglomération ? La réponse est incertaine. En théorie, l'effet d'agglomération est réduit à néant dans deux cas polaires : lorsque les coûts de transport, les coûts de communication, les barrières réglementaires sont

¹ Voir M. Fujita et J.-F. Thisse « Agglomération et marché ». Cahiers d'économie et de sociologie rurale. N° 58/59

rigoureusement nuls. Ou bien lorsque les coûts de transport, les coûts de communication, les barrières réglementaires sont très élevés, au point que la vie en quasi-autarcie devient le choix le plus économique. Dans tous les cas intermédiaires, la concentration des activités en un centre se justifie. La relation entre degré d'agglomération et coûts de transport décrit une courbe en U inversé.

L'effet d'agglomération



Si les coûts s'abaissent, les activités situées en delà du maximum de cette courbe ont tendance à s'agglomérer. Les allers-retours centre-périphérie ne sont plus un obstacle : le siège peut se renforcer à Paris, les collaborateurs de Marseille pouvant plus aisément se rendre dans la capitale. Si la réglementation est la même à Paris qu'à Francfort, les équipes de Front-office peuvent sans peine se regrouper dans l'un des deux centres. En sens inverse, certaines activités, situées en deçà du point critique où les coûts équilibrent les avantages de l'agglomération, peuvent être repoussées à la périphérie : c'est le cas des *back offices*, des conservations de titres et d'autres activités fonctionnelles ayant peu d'interactions avec leur environnement. Les équipes de back-office d'une banque d'investissement ou d'une bancassurance peuvent se délocaliser sans peine à Bangalore. Parmi les coûts pris en compte figurent évidemment le prix des bureaux, le sur-salaire qui doit éventuellement être consenti aux collaborateurs expatriés (bonus, stock-options, etc...) et les salaires des personnels locaux.

L'émergence de la banque à distance pourrait entraîner simultanément des effets de recentralisation et de décentralisation. Agglomération des fonctions tenue de compte, crédit et épargne, etc. en un lieu unique, qui peut être la Place financière, mais il peut y avoir expulsion des plates-formes téléphoniques, les *call centers*, quelque part en Province ou à l'étranger (en Afrique par exemple). Les bourses de valeurs dont l'outil principal est désormais un système électronique de négociation, en se dématérialisant, affaiblissent aussi le concept de place financière.

2.2.6. Hiérarchie des places financières

Il reste à rendre compte d'une constante de l'observation historique : la constitution dans les espaces économiques nationaux d'une hiérarchie des places financières. Paris a longtemps dû compter avec l'existence de places secondaires, dans quelques grandes villes de province (Lyon, Nantes, Nancy, Bordeaux, etc...). Et si l'on remonte 150 ans en arrière on trouve la trace d'instituts d'émission subordonnés, mais distincts de la Banque de France. Le monopole parisien est un fait récent qui offre un exemple supplémentaire d'effet d'agglomération. En Allemagne, pays fédéral, il reste encore huit bourses régionales vaguement coordonnées (dont Berlin, Hambourg, Hanovre, Brême, Munich, Dusseldorf). Aux Etats-Unis, Chicago coexiste avec New-York.

On peut aussi distinguer une hiérarchie des places financières au sein même de l'économie mondiale. A chaque étape du développement capitaliste, il semble que doive émerger une ville-centre où se trouvent réunies les activités financières les plus sophistiquées et les firmes ayant un rayonnement mondial. Ce fût Venise, finançant le commerce des épices avec l'Extrême-Orient au XIII^{ème} siècle, Amsterdam pour la course au large au XVII^{ème}, puis Londres et Paris à l'époque contemporaine, enfin New-York depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale.

Conclusions : pouvoirs d'attraction et avantage concurrentiel

La discussion qui précède a permis de recenser les facteurs qui expliquent la formation d'une place financière et permettent de mesurer son pouvoir d'attraction vis-à-vis de sa périphérie. Nous avons vu chemin faisant que ce pouvoir d'attraction dépendait de plusieurs facteurs :

Les forces d'agglomération

- l'intensité des externalités liées à la proximité géographique (i.e. du degré de « connivence » entre les acteurs),
- la présence dans la ville concernée des autorités politiques de tutelle,
- la structure du secteur bancaire concerné : un secteur oligopolistique sera plus enclin à s'agglomérer (on explique ainsi que la finance allemande soit moins concentrée géographiquement que la finance française),
- la nature à plus ou moins forte valeur ajoutée des activités susceptibles de s'agglomérer,
- l'existence d'une clientèle nombreuse (investisseurs ou émetteurs) apte à consommer les services offerts,
- l'existence d'un pool de main d'œuvre qualifiée, dans les métiers de la finance évidemment, donc des moyens de formation correspondants,

Les forces de délocalisation

- l'existence d'un marché unique de services financiers.
- l'existence d'infrastructures de marché intégrées.
- l'existence d'infrastructures de transport et de communication de qualité.

Cependant, pour rendre compte de la compétition entre places financières et de la formation d'un système hiérarchique, il faut considérer le pouvoir d'attraction de chaque place relativement à celui des autres places. Ces pouvoirs s'exercent de façon inégale selon qu'il s'agit d'entités résidentes ou appartenant au monde extérieur. Il s'agit de retenir les premières, que les autres places essayent aussi d'attirer, tout en attirant à l'inverse les secondes.

Comme en matière de commerce international, la capacité « exportatrice nette » d'une place financière va dépendre de ses avantages concurrentiels. Certains sont donnés par l'histoire ou par la situation géopolitique, d'autres peuvent être « construits », ce qui légitime l'action volontariste des pouvoirs publics et des organismes professionnels.

Chapitre 3

L'intégration par la réglementation et la technologie

L'émergence d'une place financière est à la fois une construction institutionnelle suscitée par les pouvoirs publics et le résultat de phénomènes économiques nés du jeu spontané des acteurs économiques. Dans une Europe à monnaie unique et une économie mondialisée, une place financière ne se décrète pas, elle se construit par une approche coopérative entre acteurs privés et pouvoirs publics.

Une question actuelle est de prendre la mesure des évolutions récentes nées de l'apparition de l'euro, en s'interrogeant sur les logiques de spécialisation et de localisation à l'œuvre actuellement en Europe.

Enfin, parce qu'il constitue un enjeu économique, et en dépit du fait qu'il n'est pas complètement maîtrisable, le développement de la place financière appelle des stratégies volontaristes qui peuvent prendre la forme de politiques publiques ou d'actions concertées de la communauté financière.

La réglementation des marchés financiers évolue rapidement et devrait être à peu près stabilisée dans les deux ou trois ans à venir. Fin 2005 doit notamment être mis en place un marché européen unique pour les valeurs mobilières, réalisé dans le cadre du plan d'action pour les services financiers (PASF) élaboré par la Commission européenne.

L'entrée en vigueur de l'Union Monétaire a ouvert la porte à de profondes modifications des conditions d'exercice des professions financières. Les évolutions propres aux activités de marché concernent essentiellement le marché de gros, c'est-à-dire les grands émetteurs et les grands investisseurs. Elles ont trait notamment à la concentration, la spécialisation dans les produits à valeur ajoutée, l'innovation et la baisse des coûts sur les services standard.

A cela s'ajoutent les répercussions de phénomènes de portée mondiale, comme la réforme des ratios prudentiels dans les banques et les assurances, la recherche de davantage de transparence et de déontologie, l'adoption de nouvelles règles universelles de gouvernance et de présentation des comptes. Parallèlement, les autorités de régulation nationales se transforment et s'adaptent à ces nouvelles exigences.

Sur le terrain, ces puissants courants affecteront en Europe, et notamment en France, les deux piliers de la vie financière que sont le cadre réglementaire et les systèmes opérationnels. D'un point de vue technique, l'incertitude est grande. Un modèle intégré verticalement, permis par les technologies de l'information et de la communication, de la négociation au règlement-livraison, pourrait s'imposer et se substituer au système actuel où ces fonctions sont remplies par des agents spécialisés.

Nous étudions donc dans un premier temps ces moteurs ou ces freins spécifiques au développement d'une place financière qui sont :

- Réglementaire ou juridique (DSI par exemple)
- Technologique (système de paiement et de compensation, de règlement livraison, technologies de communications)

3.1. L'intégration des marchés financiers en Europe

Comme dans tous les autres secteurs économiques, l'intégration des marchés financiers apparaît souhaitable pour orienter à la baisse les prix des services financiers, à la fois par économies d'échelle et intensification de la concurrence, et pour stimuler l'innovation. Par ailleurs, dans le cas spécifique des marchés financiers, l'intégration devrait permettre, par un simple effet taille, une meilleure mutualisation des risques, une meilleure allocation des capitaux à un moindre coût et une plus grande liquidité des marchés. A ce meilleur financement de l'économie devrait s'ajouter une plus grande attractivité de l'Union européenne sur le marché mondial des capitaux.

L'intégration devrait permettre d'augmenter les rendements, et donc notamment de diminuer les prélèvements sur les revenus pour financer les retraites. Une récente étude de la *London School of Economics* (2002) a tenté de quantifier les effets macroéconomiques de l'intégration des marchés financiers.

Selon cette étude, publiée en novembre 2002, l'intégration des marchés financiers serait bénéfique à la fois pour les entreprises, les investisseurs et les consommateurs. Le PIB de l'Union européenne, en termes réels, augmenterait de 1,1% sur une dizaine d'années, et l'emploi total augmenterait de 0,5%. Les entreprises pourront se financer à un moindre coût : l'intégration des marchés des valeurs mobilières pourrait réduire le coût du financement par actions de 0,5%, et une diminution de 0,4% du coût du financement par émission d'obligations devrait suivre. Les investisseurs bénéficieront également d'une rémunération supérieure de leur épargne.

Avec l'arrivée de l'euro et la fin des monopoles boursiers, le maintien d'une législation nationale pour chaque place financière et la persistance de différences fiscales entre Etats membres a poussé le Conseil européen à réagir.

3.1.1. Le rapport Lamfalussy

Le 17 juillet 2000, il a confié à un comité des sages présidé par Alexandre Lamfalussy, ancien président de l'Institut monétaire européen (IME), le soin de réfléchir à la régulation des marchés financiers en Europe et à sa capacité à répondre aux évolutions stratégiques et technologiques en cours sur ces marchés.

Le comité a remis ses conclusions en février 2001. Après avoir dressé un constat sur la situation actuelle, en relevant notamment les domaines où la législation européenne est absente ou incomplète, et souligné les lenteurs du processus législatif européen et les difficultés liées à la transposition des directives européennes dans les droits nationaux, il a proposé la mise en place d'un mécanisme institutionnel décomposé en quatre parties et désormais dénommé « processus Lamfalussy ».

Les deux premières parties concernent l'élaboration de la règle de droit communautaire. À cet effet sont installés en juin 2001 :

- un comité européen des valeurs mobilières (ESC), composé d'experts nommés par les Etats membres qui aura le pouvoir de prendre des décisions ;
- un comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CERVM), réunissant les représentants des autorités publiques des 15 pour la réglementation et la surveillance des marchés nationaux de valeurs mobilières. Le Fesco (*Forum of European Securities Commissions*) est appelé à devenir ce comité.

Le premier comité conseille la Commission européenne sur les questions traitant de la politique des valeurs mobilières. En cas de désaccord de ce comité, la Commission soumet les mesures d'exécution contestées au Conseil des ministres. Le Parlement européen est associé et peut demander une seconde lecture sous forme de nouvelles propositions. Le deuxième comité intervient à titre consultatif auprès de la Commission sur les aspects techniques des mesures à prendre.

Pour les valeurs mobilières, le rapport Lamfalussy a donc choisi de ne pas parler d'autorité de régulation unique, mais de promouvoir un comité de régulateur étroitement impliqué dans le processus décisionnel et de transposition (l'ESC). Ce comité pourrait

toutefois constituer un premier pas vers une autorité européenne suppléant, ou plus vraisemblablement, complétant les régulateurs nationaux (questions d'intérêt communautaire, encadrement des pratiques nationales).

Les deux dernières parties du rapport ont trait à la transposition de ces règles dans le droit national. Le rapport s'en tient à une coopération améliorée et renforcée fondée sur la mise en réseau des autorités de régulation de chaque pays. De l'avis de tous les acteurs financiers, ce mécanisme institutionnel est bon.

3.1.2. Le PASF

En mars 2000, au Conseil européen de Lisbonne, il a été affirmé que l'intégration des marchés financiers était désormais une priorité politique, une fois mis en œuvre l'euro, l'objectif étant d'aboutir à une pleine intégration pour les services financiers en 2003 et pour les valeurs mobilières en 2005.

Pour ce faire, la Commission a établi un tableau de bord et un plan d'action sur les services financiers (PASF) approuvé par les Etats membres au Conseil européen de Stockholm en mars 2001. Le PASF a plusieurs objectifs : créer un marché unique des services de gros, garantir l'accessibilité et la sûreté des marchés de détail, unifier les règles d'information financière des entreprises cotées, assurer la surveillance et la régulation prudentielle des marchés financiers européens. Il vise ainsi à adapter la réglementation existante à l'innovation financière de ces dernières années, à harmoniser certains sujets non encore abordés (exemple : les abus de marché), et à s'assurer d'une meilleure homogénéité des réglementations nationales, qui ont freiné jusqu'à présent la pleine intégration des marchés financiers européens.

3.1.3. Vers un « régulateur unique »

La logique de concentration des Bourses européennes, compréhensible, notamment au regard des coûts des évolutions technologiques que ces sociétés doivent nécessairement prendre en charge, soulève la question majeure de la régulation de ces marchés.

Aujourd'hui, le marché boursier européen reste régulé par une juxtaposition de quinze systèmes de régulation dont la coopération est insuffisante pour que le marché soit efficace pour les investisseurs et les entreprises. En incluant, pour chaque pays, les ministères des Finances, les Banques centrales, les autorités professionnelles et publiques de régulation, ce sont plus de cinquante entités qui doivent

se connaître, coopérer ensemble et accepter comme équivalentes toutes les décisions qu'elles prennent !

La question de la création d'un régulateur européen reste aujourd'hui ouverte. Le débat est classique entre les avantages d'une régulation décentralisée, tenant compte des particularités des différents marchés (organisation, acteurs spécifiques...), et une régulation unifiée qui apporte l'homogénéité de l'application des règles et un organisme permanent de règlement des différends entre les autorités nationales sur les questions transfrontalières.

Toutefois, à mesure que les marchés des services financiers comme ceux des valeurs mobilières s'intégreront, un régulateur européen unique deviendra non seulement un élément décisif pour assurer la confiance des détenteurs de capitaux et la fluidité de leurs opérations vers les entreprises mais surtout un acteur indispensable pour les opérations transfrontières.

En tout état de cause, la perspective d'un régulateur européen semble lointaine. Les Etats membres sont très attachés à leurs prérogatives dans ce domaine. Par ailleurs, il n'y a pas aujourd'hui de modèle européen d'organisation de la régulation, qui pourrait présager d'une future autorité européenne. En effet, si le modèle des autorités de régulation spécialisées par métier (banque, marchés, assurances) s'effrite aujourd'hui du fait de l'intégration croissante des activités financières et de l'apparition de conglomérats, deux modèles concurrents semblent devoir coexister :

- le régulateur financier intégré au Nord de l'Europe (Allemagne, Belgique, Irlande, Finlande...), sur le modèle de la *Financial Services Authority* (FSA) britannique, qui concentre la régulation de marché et la surveillance prudentielle des banques et des assurances ; la FSA partage ainsi la responsabilité du prêteur en dernier ressort avec la Banque centrale anglaise ;

- un modèle dualiste, dans lequel la régulation de marché et la supervision prudentielle sont séparées ; c'est le cas en Italie, Espagne et désormais en France avec la fusion du CMF (Conseil des marchés financiers) et de la COB (Commission des opérations de bourse), pour donner naissance à l'AMF, tout en maintenant la Commission bancaire et la Commission de contrôle des assurances. Cette organisation repose sur la conviction que la supervision prudentielle des banques et des assurances et la régulation des marchés sont des activités de natures très différentes, et difficilement compatibles. La supervision prudentielle suppose la confidentialité, et s'intéresse uniquement aux intermédiaires ; en revanche, l'objectif du régulateur de marché est de donner une information rapide et de qualité aux

investisseurs. En cas de regroupement, il pourrait y avoir conflit d'intérêt, ce qui pourrait conduire le régulateur unique à privilégier la stabilité du système dans son ensemble, au détriment des petits investisseurs.

3.2. Concurrence et fusions des entreprises de marchés

De leur côté, les entreprises de marché achèvent le mouvement de démutualisation engagé depuis quelques années. Les grandes places financières traditionnelles internationales de New York, Chicago, Londres, Tokyo et Paris ont déjà franchi cette étape. Les entreprises de marché sont devenues capitalistiques ou démutualisées, c'est-à-dire ayant un actionnariat privé, qui ne coïncide pas avec la population des clients-utilisateurs. Ces entreprises sont généralement cotées en bourse.

A la recherche du profit, les Bourses se livrent une concurrence farouche pour attirer les investisseurs sur la qualité du service et les coûts, procèdent à des OPA ou concluent des accords de coopération. Leurs arguments : la liquidité et la transparence du marché, les coûts de transaction, la relation directe (sans intermédiaire), une faible volatilité des prix et leur système de révélation des prix. Avec un idéal : un marché ouvert 24 heures / 24 heures donnant accès au coût le plus bas aux produits de tous les pays.

3.2.1. Un rapprochement entre le LSE et Euronext et la problématique de la passation des ordres

Dans ce contexte, la principale interrogation en Europe concerne un rapprochement entre le LSE et Euronext. Quelle que soit sa forme, outre qu'il déplacerait le centre de gravité du pouvoir dans l'institution, il obligerait les régulateurs des pays couverts à uniformiser assez vite les règles du jeu, qu'elles touchent à la réception des ordres, à leur traitement (interposition ou non d'un *market-maker*), à la formation du prix, à la protection des investisseurs non professionnels.

D'un point de vue technique, il se peut que coexistent à l'avenir un marché dirigé par les prix, de *market makers* comme le LSE et un marché gouverné par les ordres (*orders driven*) comme celui d'Euronext. On ne peut cependant exclure l'émergence d'un ou plusieurs marchés mixtes satisfaisant chacun les deux catégories d'utilisateurs : *market makers* et *brokers*.

Toutefois, les juristes ne manquent pas de souligner que les différences vont bien au-delà des modalités d'exécution des ordres.

Elles concernent le droit des titres dans son ensemble, le contrôle par les autorités, les sanctions, les recours, les délais et le coût des procédures. Les règles de procédure d'Euronext et du LSE devraient être fondues un jour dans un corpus commun. Qu'en sortirait-il, avec quelles conséquences ? La protection des consommateurs entre également en jeu. Les autorités françaises soupçonnent toujours les *market makers* de construire délibérément des positions et, en les débouclant sur les marchés organisés, d'influencer les cours à leur profit.

3.2.2. Les ECNs

Les Bourses ont également d'autres concurrents qui ne sont pas des places financières. Les TIC ont considérablement abaissé les barrières à l'entrée de l'activité d'entreprise de marché. Depuis une dizaine d'années, les grands clients des Bourses créent leur propre marché... boursier, les *Electronic communications networks* (ECN) américains.

Autorisés par la SEC pour promouvoir la concurrence, ces réseaux privés, essentiellement réservés aux professionnels de la finance, offrent à leurs membres une plate-forme boursière qui leur donne accès à des titres de plusieurs marchés nationaux à coûts réduits. Les ordres d'achat et de vente se rencontrent automatiquement sur l'ECN, qui sert finalement de courtier. Relancés grâce à l'internet, ces réseaux électroniques contribueraient ainsi à plus du tiers des transactions sur le Nasdaq. Les ECN ressemblent fortement à un marché boursier et certains les imaginent déjà remplaçant les marchés actuels. D'autres, au contraire, considèrent qu'ils agissent comme de simples courtiers apportant une liquidité supplémentaire aux Bourses. L'expérience européenne du Jiway tend également à montrer que le succès des ECN n'est pas encore assuré, en raison notamment de leur difficulté à garantir une liquidité suffisante à leurs membres.

3.2.3. L'abandon de la règle de centralisation des ordres

Après quatre ans de négociations, l'Union européenne vient de finaliser la nouvelle directive sur les services d'investissement (DSI). Ce texte, qui organise l'architecture réglementaire des marchés européens, définit non seulement les règles du jeu entre les marchés et les intermédiaires financiers, mais également le niveau de protection des investisseurs et les conditions de financement des entreprises par les marchés. L'innovation incluse dans le texte retenu par la Commission dans la révision de la Directive sur les services d'investissement (DSI), qui peut avoir les effets les plus marqués sur les opérateurs français, concerne l'abandon de la règle de centralisation des ordres au profit des marchés réglementés.

On peut remarquer qu'en France cette règle avait intégré des modalités correspondant aux besoins exprimés par les professionnels. L'une portait sur le traitement de gré à gré des blocs. L'autre consistait dans la reconnaissance d'une activité d'animation du marché. Ces deux entorses au principe étaient - et sont aujourd'hui encore - toutefois soigneusement encadrées.

A la suite de la déréglementation opérée par la nouvelle DSI, on pourrait assister à la multiplication des systèmes de confrontation d'ordres.

- Les uns en interne à un réseau bancaire ou financier avec découverte d'un prix ou emprunt du prix à d'autres systèmes de négociation.

- Les autres sous formes d'ATS (*Alternative Trading System*). Les ATS seront ouverts à un club de banques mais pourront regrouper des membres en direct n'ayant pas le statut de prestataire de services d'investissement, comme des investisseurs institutionnels ou des grandes entreprises industrielles et commerciales. On pourrait alors se diriger vers une désintermédiation des activités de marché, notamment celles à faible valeur ajoutée.

Dans tous les cas, il est probable que les cours se multiplient pour une même valeur, modifiant complètement la fonction d'arbitrage que remplissent les intermédiaires financiers.

Sur ce dossier, les opérateurs britanniques plaidaient pour que soit pleinement toléré un système dit d'internalisation (autorisé au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Allemagne) permettant aux banques de traiter elles-mêmes les ordres de leurs clients sans passer par la Bourse, afin de diminuer les coûts de transaction.

La Commission n'a donc finalement pas interdit l'internalisation mais elle a posé le principe de transparence des transactions : les banques pouvant avoir une influence sur le marché doivent informer les Bourses des ordres standards qu'elles comptent exécuter. Le risque était que les grandes banques d'investissement anglo-saxonnes captent une part importante des flux et donc perturbent les mécanismes de fixation des prix sur les marchés et mettent en danger la liquidité des marchés. Economiquement, les marchés sont en effet *a priori* plus efficaces si toute l'offre se confronte dans un même lieu. Malgré cette restriction, il s'agit d'une étape supplémentaire très importante vers la libéralisation des marchés financiers.

A l'avenir, les Bourses seront donc concurrencées par des plates-formes de négociation sur Internet ou par des banques, qui pourraient rapprocher les offres de leurs clients. Il n'y aura plus d'obligation de concentration des ordres comme c'est le cas aujourd'hui en France. Ceci obligera sans aucun doute les Bourses à diminuer leurs commissions. Pour l'instant, les grands opérateurs français comme nos banques universelles ou nos sociétés de bancassurance ne semblent pas disposés à créer un système interne de confrontation d'ordres de détail.

L'abandon de la centralisation des ordres introduit une autre mutation, liée à la direction des marchés. Se fera-t-elle par les prix ou par les ordres ? Les intermédiaires financiers français sont habitués aux marchés dirigés par les ordres. Comment s'adapteront-ils si la mécanique *orders driven* perd de sa représentativité ? En particulier, il n'est pas impossible que des intermédiaires français développent en France un rôle de *market makers* à l'anglaise. Cela exige des capitaux considérables et n'est rentable que sur de grandes valeurs. Très peu de banques françaises paraissent être en mesure de s'engager avec succès dans cette voie.

3.2.4. La directive prospectus

Les directives sur les prospectus (passeport unique pour les émetteurs d'actions et d'obligations en Europe) et sur les abus de marché (délits d'initiés) sont en voie d'adoption suite à cet accord du Parlement européen. La directive prospectus offre aux émetteurs la possibilité pour les émissions de taux de choisir l'autorité chargée de viser leur prospectus, va accroître la concurrence entre les places de cotation, en fonction des exigences des régulateurs concernés. Du point de vue des émetteurs, cette directive peut augmenter le pouvoir attractif des marchés dits de complaisance, comme le Luxembourg ... Le risque est alors que les intermédiaires financiers migrent à leur tour.

En ce qui concerne les bourses de valeur européennes, les directives de 1980 sur les prospectus, et de 1989 sur les opérations d'initiés n'ont opéré que des harmonisations *a minima*. En pratique, lorsqu'une entreprise veut conduire une émission d'actions ou d'obligations simultanément sur plusieurs bourses européennes, elle doit réaliser différents prospectus. Par ailleurs, la définition et la sanction des délits d'initiés varient selon les Etats membres. Comme sur les marchés des taux, les harmonisations se feront probablement dans les prochaines années.

De même, la définition au niveau européen des investisseurs dits qualifiés va permettre un assouplissement des règles de négociation du marché de gré à gré et renforcer la négociation en libre prestation de service de ces contrats sur les différents marchés nationaux en levant l'obstacle des exigences domestiques existantes.

3.3. Les infrastructures de marché : la technologie, vecteur de compétition et d'autonomie

La maîtrise de la technologie est devenue un enjeu majeur de la compétition. C'est elle qui permet de différencier et d'établir le prix de revient des services-clés (collecte des ordres et constitution de la liquidité, établissement du prix, diffusion d'informations, exécution des transactions et garantie de bonne fin).

S'appuyant notamment sur un modèle de marché automatisé et gouverné par les ordres, reconnu désormais comme le modèle dominant, la technologie a pris une place stratégique au sein des entreprises de marché. Ceci se matérialise en particulier par les investissements réalisés sur les plates-formes de collecte d'ordres et de cotations ainsi que sur les systèmes de règlement-livraison et de garantie. Les entreprises de marché pionnières dans la mise en place de ce modèle de marché (comme Euronext) et dans la reconnaissance de l'enjeu technologique disposent clairement d'un avantage compétitif initial.

Ces systèmes de *post-trading* (ou de garantie de bonne exécution) assurent la bonne exécution des opérations et ne fournissent pas des services d'intermédiation financière. Par nature, ils ne sont censés prendre aucun risque de crédit sur les opérations qu'ils traitent. En d'autres mots, il s'agit de l'infrastructure d'une place financière, nécessitant des investissements importants. Leur régulation est différente par nature à ceux des services financiers et doit veiller à l'efficacité et la sécurité des transactions financières.

Aujourd'hui, ces systèmes de *post-trading* évoluent en fonction de deux courants qui progressent parallèlement et s'influencent mutuellement : une concentration des firmes d'une part (par exemple, en matière de compensation, *Clearnet* résultant de la fusion des centrales d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris) et des progrès techniques d'autre part.

La question de l'intégration des infrastructures de marché (systèmes de négociation – bourses -, de compensation et de règlement-livraison de titres) doit naturellement donner corps à l'intégration des marchés financiers et son pendant monétaire. Déjà lancé autour des bourses (alliances régionales, fusions...), le processus

touche également les chambres de compensation ainsi que les systèmes de règlement-livraison de titres.

Façonnées par l'histoire des différentes places financières nationales, ces infrastructures constituent aujourd'hui un frein à une plus grande intégration des marchés (ou parfois un moyen de résister à la concurrence des autres places), notamment en termes de coûts de transaction. On est aujourd'hui très loin en Europe de disposer d'une infrastructure intégrée, que ce concept se traduise par la concentration (un opérateur) ou par la standardisation des systèmes gérés par des opérateurs concurrents. Cette remarque s'applique séparément à la compensation, au règlement-livraison, aux fonctions de conservation et de dépositaire. En particulier, l'accès aux marchés actions repose essentiellement sur des bourses encore nationales et l'utilisation de la filière compensation et règlement-livraison attachée à chacune de ces bourses reste automatique.

Cette question de l'intégration des marchés se pose avec particulièrement d'acuité en Europe depuis le passage à la monnaie unique. L'euro délimite une Europe monétaire mais pas encore une Europe financière laquelle apparaît encore comme un territoire trop fragmenté pour pouvoir parler d'une Europe unique des titres.

Pour permettre une plus grande intégration des marchés à l'échelle mondiale, et plus étroitement, à l'échelle de la zone euro, une intégration progressive des marchés financiers européens, il est nécessaire de disposer d'une infrastructure financière fiable et performante. L'efficacité des systèmes de règlement de titres, jointe à celle du système des paiements internationaux, conditionne l'efficacité des marchés de capitaux. L'infrastructure financière se doit notamment de permettre de répondre aux préoccupations des professionnels du marché :

- les banques et entreprises d'investissement, actives, du moins pour les plus importants d'entre elles, sur de multiples marchés, souhaitent centraliser les valeurs qu'elles détiennent dans un système unique, ce qui leur permettrait d'optimiser l'utilisation des garanties et de minimiser leurs coûts opérationnels;
- les investisseurs institutionnels souhaitent que le coût d'une diversification des investissements vers des portefeuilles incluant des valeurs de toutes nationalités soit moins onéreux ;
- les investisseurs particuliers manifestent de plus en plus le souhait d'avoir accès à une gamme de valeurs qui soit la plus large possible, à un coût raisonnable et sans complexité ;
- les émetteurs de titres, pour leur part, désirent accéder à des marchés plus profonds et liquides facilitant les levées de capitaux.

La France est performante sur certains segments de ces activités *post-trading* (compensation ou règlement livraison). Le défi est de savoir comment les firmes d'origine françaises comme Euroclear France s'adapteront à cet inéluctable mouvement de communautarisation : sont-elles disposées à prendre le contrôle de toute une chaîne de valeur, à s'insérer dans un réseau, ou à renoncer à leur activité parcellaire ?

Les infrastructures des marchés

Infrastructure technique		Infrastructure réglementaire	
Type d'infrastructure	Fonction	Type d'infrastructure	Fonction
Systèmes de négociation	Formation du prix échange (transaction)	Autorités de régulation	Régulation des marchés
Systèmes de compensation	Gestion des risques (novation) Optimisation des échanges (<i>netting</i>)	Autorités prudentielles	Solvabilité des intermédiaires financiers
Systèmes de règlement-livraison	Dénouement en compte Conservation		

3.3.1. Les systèmes de compensation

La fonction de compensation est en voie de simplification. Cette fonction est devenue centrale pour la compétitivité des plates-formes de négociation, dans la mesure où elle assure la sécurité d'être livré pour l'acheteur et réglé pour le vendeur. Elle rend un service à forte valeur ajoutée aux intermédiaires et peut influencer significativement le choix de ceux-ci en faveur des plates-formes de négociation.

Plusieurs organismes européens de compensation internationale regroupés dans le *European Securities Forum* (ESF) se sont engagés à poursuivre la mise en place d'un système de contrepartie européenne unique avant fin 2005.

Clearnet (France, Belgique et Pays-Bas) est bien positionné. Il fait face à deux concurrents : LCH (Royaume Uni) et Eurex Clearing (Allemagne et Suisse). La fusion de LCH avec Clearnet donnerait un

avantage important à Euronext et pourrait orienter l'évolution du LSE en sa faveur.

3.3.2. Les systèmes de règlement-livraison

Pour une valeur, l'ensemble des dépositaires détenteurs (pour le compte de leurs clients), d'un stock doit être connu d'un dépositaire central. Le dépositaire central est capable à tout instant de dire combien de titres sont en circulation et comment le stock est réparti entre les divers intermédiaires financiers. Tout achat-vente de titres se dénoue dès lors chez le dépositaire central. Il s'agit d'un notaire unique, peut-être d'ailleurs sous une forme non profitable (public utility). En France, le dépositaire national français est Euroclera France.

Euroclear International s'est positionné comme l'acteur incontournable de la mise en place d'un marché européen du règlement-livraison en se développant, en complément du marché obligataire international, sur le règlement-livraison actions grâce à Euroclear France, Euroclear Nederlands et Euroclear Belgium. A terme, il semble inéluctable qu'Euroclear France se fonde dans Euroclear International.

La question se pose alors de savoir si nous pourrions sauvegarder longtemps des services spécifiquement français dans cet ensemble ? La logique de protection des avantages comparatifs des opérateurs français (comme le pont cash-titres) l'emportera-t-elle longtemps encore sur le désir, après tout légitime, d'Euroclear International d'offrir à tous les mêmes facilités, dès lors qu'elles existent ? Ou bien Euroclear International préférera-t-il continuer à avancer de la liquidité, comme banque, aux opérateurs des pays dépourvus du pont cash-titres ?

3.3.3. Les liens entre « *trading* » et « *post-trading* »

La frontière entre activités de « *trading* » et intermédiation financière est toutefois en train d'évoluer. Certaines des grandes bourses existantes suivent une logique d'intégration verticale en silo (Allemagne, Espagne), alliant système de négociation et systèmes de *post trading*. Dans d'autres cas, on voit des systèmes de compensation ouverts accueillir le dénouement d'opérations venant de bourses diverses. De même pour le règlement-livraison.

A l'avenir, avec l'intégration des marchés financiers, il est toutefois fort probable que les trois fonctions négociation/compensation/règlement-livraison soient en libre accès au niveau

européen, ce qui entraînera une spécialisation des différentes fonctions et la fin d'une offre globale.

Aux Etats-Unis, la tendance semble laisser aux brokers et *market makers* le libre choix de leur chambre de compensation et dégager au contraire un dépositaire central pour le règlement-livraison. Si cette évolution gagnait l'Europe, quelles seraient les conséquences pour les opérateurs français et la place de Paris ?

Conclusions : les positions ne sont pas figées

Depuis plusieurs années, la notion de place financière régionale ou internationale a changé de définition et de perspectives. Jusque-là, sur un plan historique, une place financière a été successivement :

- un pôle régulateur de règles regroupant différents acteurs, émetteurs et investisseurs, se soumettant à ces règles et adoptant les mêmes comportements ;
- un centre de recherche financière et boursière comprenant des bureaux d'analyse financière, des sociétés de services informatiques, des universités de gestion et des écoles de commerce, et plus récemment des filiales d'agences de notation ;
- un créateur de valeur ajoutée grâce aux outils technologiques offerts par les organisateurs de ces marchés ;
- un simple lieu géographique d'échanges ou de *trading*.

Le mouvement de globalisation commerciale puis financier, la dérégulation et le décloisonnement des activités financières, le développement de l'électronique et des télécommunications, et son dernier chaînon, Internet, ont provoqué une révolution qui n'est pas encore parvenue à son terme. La « géofinance », le « village global », la « fin de la géographie » sont autant de formules d'auteurs décrivant un phénomène irréversible de cette fin de siècle : la naissance d'un marché financier global, planétaire. La frontière devient pour les marchés financiers une notion vague, qui a perdu toute consistance. La déréglementation a encouragé le développement des transactions internationales. Le décloisonnement a supprimé la séparation rigide entre les différents marchés financiers. Les technologies de l'information ont permis de relier instantanément les opérateurs de marchés situés à chaque extrémité de la planète. Les produits financiers sont proposés à des clients « mondiaux », sur un marché global, dans lequel les contraintes techniques ou réglementaires locales sont devenues secondaires. Un modèle de marché, électronique, continu, liquide émerge, avec la question de savoir si la négociation se fera par les ordres, par les prix ou de façon mixte. L'interconnexion des marchés boursiers est devenue un élément déterminant de leur survie.

La première conséquence de cette mondialisation est la concentration des entreprises de marchés, à la recherche d'une meilleure rentabilité. Dans cet environnement à la fois plus libre et plus instable, les conditions de succès d'une place internationale se dessinent progressivement : liquidité suffisante pour limiter les risques liés à une volatilité accentuée, professionnalisme et qualité de service des intermédiaires, sécurité technique et réglementaire des placements.

En Europe, les bourses européennes devront choisir entre trois grands pôles, Euronext, la Deutsche Börse et le LSE ; les deux premières, concentrées verticalement, ont pris de l'avance sur la troisième qui recherche des partenaires. En Asie, une concurrence s'engage entre les places japonaises et chinoises, les autres places ne joueront que sur une aire régionale. Aux Etats-Unis, des rapprochements entre bourses physiques et marchés dérivés, entre ces derniers et les ECNs peuvent s'imaginer ; certains acteurs visent un leadership mondial et cherchent des alliances ou des implantations hors du continent nord-américain.

La période qui s'ouvre verra la fin des clientèles captives. Les émetteurs auront probablement le libre choix du mode de cotation, hors d'un cadre national. Les investisseurs, en devenant des membres agréés des bourses, réduiront le champ d'action des intermédiaires. Ces derniers seront libres de créer de nouveaux marchés reconnus. Les services à forte valeur ajoutée associés au dénouement des opérations (compensation, règlement-livraison, prêt de titres, crédits en espèces) deviendront des métiers autonomes livrés à la concurrence.

Pour la place de Paris, il existe des perspectives de développement du *market making*, spécialité dominée par les firmes d'origine américaines implantées à Londres et dont les intermédiaires français sont largement absents, sauf pour de l'animation pour les middle caps.

Dans le contexte d'internationalisation des activités financières, l'euro pose avec acuité la question la constitution d'un territoire financier européen des titres et des services d'investissement pour répondre aux attentes des émetteurs, des investisseurs et des banques, tant européens que non européens.

L'euro a catalysé un puissant mouvement d'intégration, déjà fortement visible sur les différents marchés (monétaire, obligataire, actions) dans le mouvement de convergence des prix. Mais la monnaie européenne a révélé un certain nombre de freins à cette intégration. La finance européenne est une réalité économique contradictoire. Les

marchés européens existent mais leurs infrastructures sont encore pour l'essentiel nationales.

La question du remembrement financier de l'Europe est aujourd'hui clairement posée. Plusieurs modèles de consolidation peuvent être envisagés : un seul grand marché de la négociation, plusieurs plate-formes de négociation en concurrence les unes avec les autres avec des post-marchés intégrés, consolidation verticale des activités de *trading* et de *post-trading* autour de quelques places phares voire d'un duopole, concurrence « horizontale » sur les trois pôles de compétence (entre des entreprises de marché, des chambres de compensation et dépositaires centraux) ?

Le champ des possibles est large même si un certain nombre de tendances se dessinent d'ores et déjà et donnent une idée de ce à quoi pourrait ressembler l'Europe financière dans quelques années.

A l'échelle internationale, les pressions à l'intégration des marchés se font sentir pour permettre une réduction des coûts de transaction et une réduction des délais de règlement-livraison des titres. L'avantage qu'il y a à retirer d'une interopérabilité entre les différents marchés consiste dans le principe du One Stop Shopping : interconnexion des différentes places financières dans un « macro-marché globalisé » du titre et intégration des systèmes de compensation et de règlement-livraison. Au-delà des problèmes posés par une telle organisation sur le plan économique pour des pays soucieux de garantir le maintien d'une activité financière nationale, une telle solution ne peut manquer de poser de sérieuses questions en terme de maîtrise du risque systémique.

In fine, les fusions en cours, géographiques ou par intégration verticale, ou au niveau d'un seul élément de la chaîne économique, n'excluent pas le risque de retour à des monopoles privés. Face à ces défis et ces risques, les Etats et les autorités de marchés, fédérés en entités régionales, devront faire preuve de vigilance et de détermination.

Chapitre 4

La place financière de Paris dans la compétition européenne

Avant d'imaginer les lignes d'évolution possible de l'Europe financière, il convient d'apprécier les évolutions en cours, celles survenues sous l'effet de la globalisation des marchés ou de l'introduction de l'euro. Nous le ferons en considérant successivement les principaux métiers de la finance et les principaux marchés.

Un cadre commode de raisonnement consiste peut-être à identifier, d'une part en quoi ce qui se fait en France peut être menacé ou devra se faire autrement, d'autre part ce qui pourrait être rapatrié si certains facteurs de délocalisation à Londres ou ailleurs, actuellement à l'œuvre, étaient éliminés.

Exemple de typologie de services financiers

Activité principale	Activités secondaires	Métiers
Banques Marchés Banque d'affaires Banque commerciale	Change Taux actions M&A	<i>trading</i> <i>Sales</i> <i>back-office</i>
Assurance Réassurance Gros Détail		
Bourse Brokers Bourse centrale : « entreprise de marché »		
Gestion de portefeuille OPCVM Fonds de pension Caisses de retraites		
Corporate finance		
Analyse financière et R&D		
Professions auxiliaires		Juristes, comptables, informaticiens
Autorités de marché		

A côté des forces d'agglomération et de concentration évoquées aux chapitres précédents, l'analyse économique de chaque métier et service repose sur les déterminants économiques classiques de l'attractivité. Ceux-ci sont liés à la taille (nécessité d'atteindre une taille critique), aux effets de gamme (spécialisation possible ou au contraire nécessité d'une offre diversifiée), liés aux coûts de friction ou aux coûts de production (coûts salariaux notamment).

4.1. La situation sur les marchés

A l'exception des marchés des « corporate bonds » (obligations émises par les entreprises du secteur privé), la Place de Paris est largement devancée par la City.

4.1.1. Marché des changes

Depuis la création de l'euro en 1999, ce marché a vu sa volumétrie baisser drastiquement à Paris. Les opérations de change euro/dollar sont traitées principalement à Londres (un tiers du total). De même, c'est à Londres qu'on se procure le yen et les devises plus exotiques (pays de l'Est européen inclus).

4.1.2. Les *commodities*

Dans le domaine des *commodities*, qui comprennent les matières premières (pétrole, gaz, produits agricoles) et des biens semi-transformés (acier, aluminium, cuivre, pâte à papier...), des places de marchés réservées à une clientèle d'entreprises ou de brokers se développent et donnent une dimension mondiale à ce type d'échanges. Pour le pétrole, on recense une dizaine de places dans le Monde. Le décloisonnement des métiers favorise ce mouvement et ouvre la porte à la multiplication de groupes de services financiers cotés comme OM Gruppen ou ICE Euronext a racheté le Liffe à Londres.

4.1.3. Marché monétaire

Avec 588 milliards d'euros d'encours de titres (fin 2003), la Place de Paris tient une place de premier rang sur le marché monétaire et joue le rôle de centrale de refinancement sur le marché monétaire de l'euro en dépit de la présence à Francfort de la BCE. Des banques de pays tiers viennent s'alimenter à Paris en monnaie banque centrale, via les appels d'offre bimensuels de la BCE.

4.1.4. Marché de taux

Le marché des Valeurs du Trésor est l'un des marchés de dette publique les plus traités en Europe. L'Agence France Trésor a eu ces dernières années une politique d'innovation très active et constitue l'un des acteurs clés du marché européen.

Pour le marché des « corporate bonds » (obligations émises par les entreprises du secteur privé), avec près de 250 milliards d'euros d'encours, le marché français est le premier marché d'Europe. Il représente 32 % des encours de la zone euro. L'origination est le fait

des grandes banques de la Place, mais aussi des banques d'investissement anglo-saxonnes.

Encours de la dette internationale en Europe émise par les entreprises selon leur lieu de résidence
(milliards de dollars, à la fin 2003)

Pays	Montants	En % du total Europe
France	251,4	32,2
Royaume-Uni	207,1	26,5
Allemagne	76,2	9,8
Pays-bas	66,9	8,6
Italie	43,8	5,6
Espagne	27,3	3,5
Suède	19,2	2,5
Norvège	18,3	2,3
Finlande	15,5	2,0
Danemark	9,9	1,3
Irlande	9,7	1,2
Autriche	9,2	1,2
Belgique	8,2	1,1
Grèce	7,9	1,0
Suisse	6,0	0,8
Portugal	4,0	0,5
Total Europe	780,6	100,0
Etats-Unis	404,3	-
Japon	52,1	-

Source : Bureau International Settlements

Toutefois, étant donné que les exigences en matière de prospectus sont plus lourdes en France qu'au Luxembourg, le risque est grand que l'on assiste à une délocalisation de ce marché.

L'encours des Titres de Créances Négociables (TCN) représente plus de 310 milliards d'euros en Europe. Avec un encours de 90 milliards d'euros, le marché français du *commercial paper* est le plus important d'Europe. Cependant, le *bund* allemand reste le benchmark de ce marché. Le *spread* des autres papiers d'Etat reste positif, même s'il reste très faible dans le cas de l'OAT. Les contrats de futures sur le *bund* restent les plus traités après la quasi-disparition du contrat MATIF. Francfort est le 1^{er} marché de dérivés de taux en Europe. Cette activité est le fait d'EUREX, entreprise germano-suisse, qui constitue aujourd'hui l'un des premiers marchés de futures mondiaux, à égalité avec Chicago.

Le marché des titres de créances négociables (TCN) en France est essentiellement domestique, notamment en ce qui concerne les investisseurs. Toutefois, vingt émetteurs étrangers sont à l'origine de 28 % de l'encours total. Les OPCVM français, qui étaient du fait de la réglementation contraints de n'opérer que sur ce marché, ont la possibilité, depuis la récente transposition de la directive OPCVM, d'investir sur le marché concurrent de *l'Euro Commercial Paper*.

4.1.5. Marché primaire-actions

Ce marché, qui est très lié à celui des opérations en capital (fusions – acquisitions) est dominé par les banques d'investissement américaines. Les quatre majors (Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan, Morgan Stanley) s'inscrivent systématiquement dans les dix premières mondiales. Mais elles agissent depuis leur base londonienne et dans une moindre mesure à partir de leurs filiales d'Europe continentale. Elles disposent d'un avantage concurrentiel : leurs équipes de recherche et leur capacité de placement des papiers de leurs clients dans le monde entier. Les banques suisses (USB et CSFB), voire la Deutsche Bank sont aussi présentes. Les banques d'investissement britanniques ont été cédées aux américains. Les banques universelles françaises font partie du second cercle.

4.2. Intermédiation boursière

Dans l'intermédiation boursière, il convient de distinguer les différentes activités :

4.2.1. Recherche et analyse financière

Jusqu'à une date récente et l'éclosion de certains scandales, cette activité déficitaire était financée par les émetteurs et les banques. La question des conflits d'intérêt pose désormais le problème de son indépendance et de son financement. L'indépendance doit être assurée par des règles bien précises, voire par un mur de Chine. Le financement pourrait dorénavant être pris en charge plus largement par les sociétés de gestion et à travers elles, par leurs clients.

Ce segment d'activité est dominé par les mêmes majors américaines.

En matière de recherche et de suivi des acteurs, existe le risque que les agences de rating internationales et les analystes globaux prennent définitivement le pas sur les observateurs locaux que sont les analystes financiers de la Place de Paris. Ils imposeraient alors des critères de gestion et de gouvernance qui sont ceux des

investisseurs anglo-saxons, mouvement déjà favorisé par l'adoption des normes comptables IAS (*International Accounting Standards*). Les *corporate* français perdraient alors l'autonomie que leur procure un actionnariat domestique et l'avantage d'une analyse financière de proximité.

Il ne faut pas perdre de vue que les analystes financiers contribuent au rapprochement entre la grande clientèle des entreprises et celle des investisseurs et à ce titre, représentent un enjeu stratégique pour les investisseurs. Dans ce domaine, il existe plusieurs places d'analyse financière en Europe, notamment celle de Paris, mais la tendance à la délocalisation à Londres est forte. Il est donc d'une importance stratégique de renverser ce mouvement et de maintenir à Paris un pôle d'analyse financière.

4.2.2. Courtage

Cette activité est relativement bien répartie dans les marchés nationaux. En France, elle est aux mains des banques et la montée en régime des Brokers on line indépendantes reste progressive.

Deux véritables questions se posent. Le *market making* a-t-il un avenir en France, par des institutions financières logées en France ? Faut-il s'attendre au développement de relations directes entre investisseurs au sein de bourses *ad-hoc* ?

4.2.3. Négociation et Bourses de valeurs mobilières

L'exécution des ordres sur le marché français reste l'apanage des sociétés de bourse même si la DSI leur a ôté tout privilège.

Comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, c'est dans le secteur des bourses de valeurs mobilières que la situation est la plus fluctuante. Les logiques de regroupement ne sont plus territoriales, mais sont guidées par les stratégies des sociétés propriétaires des marchés boursiers, elles-mêmes pour la plupart cotées en bourse. La maîtrise des systèmes informatiques de négociation, de compensation et de règlement-livraison est aussi déterminante.

Des projets d'alliances se sont formés puis se sont défaits à un rythme soutenu. En définitive, à ce jour, la seule construction réussie est Euronext, entreprise franco-belgo-néerlandaise et maintenant 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 SBF témoigne de notre capacité de réussite, mais elle montre aussi comment évoluent aujourd'hui la problématique de localisation. Ainsi, les bourses de

valeur ont connu à la fois des évolutions importantes dans leurs statuts (transformation en sociétés cotées) et une concentration rapide.

La capitalisation boursière des principales places boursières
(milliards de dollars, à la fin 2003)

Places boursières	Montant de la capitalisation	En % du total
New-York stock exchange	11 329	41,9
Tokyo	2 953	10,9
Nasdaq	2 844	10,5
Londres	2 426	9,0
Euronext	2 076	7,7
<i>dont Euronext Paris</i>	1 358	5,0
Deutsche Borse	1 079	4,0
Toronto stock exchange group	910	3,4
Swiss exchange	727	2,7
Spanish exchanges	726	2,7
Borsa italiana	615	2,3
Total	27 043	100

Source : World Federation of Exchanges (WFE)

Euronext rassemble ainsi aujourd'hui les bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne, pour une capitalisation totale à fin 2003 de 2 076 milliards d'euros dont 1 358 milliards d'euros sur la place de Paris. Ses deux principaux concurrents sont Londres, avec 2 426 milliards d'euros de capitalisation, et Francfort, avec 1 076 milliards d'euros.

Nombre de transactions sur titres de capital en 2003
(milliers)

NYSE	722 752
NASDAQ	733 638
Londres	56 110
Deutsche Börse	35 680
Euronext	70 838
- Euronext Paris	47 515
- Euronext Amsterdam	19 202
- Euronext Bruxelles	2 761
- Euronext Lisbonne	1 360
Stockholm	9 363

Source : IEM Finance pour l'AMF

Pour le nombre de transactions sur titres de capital, Euronext est première en Europe, avec près de 71 millions de transactions en 2003 contre 56 millions pour le LES.

Par ailleurs, Euronext est présent également sur le segment des produits dérivés, avec le MATIF mais également le marché londonien LIFFE, acquis à la fin de 2001. Le secteur des bourses est également caractérisé par les nombreuses alliances techniques, qui préfigurent peut-être de futures restructurations. Ainsi par exemple en ce qui concerne les bourses de produit dérivé, les plates formes de *trading* du MATIF sont interconnectées avec celles du MIF en Italie et du MEFF en Espagne. L'évolution a donc été très rapide, les sociétés de bourse passant en quelques années de monopoles peu interconnectés à des sociétés commerciales de services, elles-mêmes cotées, qui se concurrencent et se concentrent.

4.2.4. Les fonctions de dépositaire et de conservateur

La détention de titres confère des droits (à percevoir des intérêts ou des dividendes, à être informé des souscriptions, assemblées générales, ...) C'est pourquoi la détention d'un stock de titres doit être enregistrée chez un dépositaire ou conservateur dont le rôle est de tenir à jour le portefeuille de titres de ses clients.

Les fonctions de dépositaire et de conservateur sont donc essentiellement industrielles et non financières. Actuellement nationales, liées à une place, elles sont amenées à se concentrer.

En ce qui concerne les dépositaires, les liens existants entre eux et les gestionnaires au sein d'un même groupe vont s'amenuiser. Par ailleurs, les dépositaires internationaux vont sans doute entrer dans cette activité progressivement en fonction de l'harmonisation européenne. Pour les conservateurs, la concentration déjà engagée du segment détail va encore s'amplifier. Pour des raisons commerciales, la conservation des institutionnels continuera sans doute à être plus fragmentée. A terme, les fonctions de conservateur ou de dépositaire assurées par des opérateurs français pourraient être remises en cause.

4.3. La gestion d'actifs

4.3.1. Un pôle fort de la Place de Paris

La gestion d'actifs est reconnue comme un pôle fort de la Place de Paris. Le succès des OPCVM monétaires dans les années 80 a donné le goût de ces produits au public français, lequel s'est ensuite reporté sur les produits de taux et dans une moindre mesure sur les

produits d'actions. La France est quatrième au classement mondial en termes d'encours gérés, et première en Europe devant l'Allemagne et le Royaume-Uni (après réintégration des avoirs administrativement logés au Luxembourg).

La gestion d'actif a connu en France -comme dans la plupart des pays développés -, au cours de la décennie 90, un environnement particulièrement favorable, marqué par :

- une forte progression de la collecte, encouragée par les performances des marchés ;
- une rapide progression des revenus, grâce à la part croissante, dans l'allocation d'actifs, des fonds actions générateurs de forte marge aux dépens des produits de taux ;
- une bonne acceptabilité des frais élevés, grâce aux bonnes performances des fonds.

Mais la crise boursière, amorcée en 2000, et les bas niveaux des taux d'intérêt monétaires et obligataires depuis 2002, ont remis en cause cet environnement. Les taux de croissance restent toutefois très dynamiques. L'Association française de gestion prévoit en effet que l'ensemble des actifs gérés en Europe, progresse d'environ 7 % d'ici à 2010.

Gestion collective en Europe : actifs nets gérés
(milliards d'euros, fin 2003)

Pays	Montant des actifs nets gérés	En % du total Europe
France	909,3	24,7
Luxembourg	874,2	23,7
Italie	379,0	10,3
Royaume-Uni	314,0	8,5
Irlande	285,4	7,7
Allemagne	218,8	5,9
Espagne	202,2	5,5
Pays-bas*	80,3	2,2
Belgique	78,2	2,1
Suisse	71,8	1,9
Autriche	69,7	1,9
Suède	69,5	1,9
Danemark	39,2	1,1
Grèce	30,4	0,8
Finlande	23,7	0,6
Portugal	21,4	0,6
Norvège	17,4	0,5
Total Europe	3684,4	100
Etats-Unis	5870,2	-
Japon	276,4	-

Source : Federation of European Securities Exchanges (FESE), * année 2002

Parmi les grands acteurs, on retrouve les grandes compagnies d'assurance et les grandes banques de la place. On doit regretter cependant que du fait de l'absence de fonds de pensions français jusqu'à une date récente, les investisseurs à long terme en actions soient sous-représentés en France. Ce qui explique qu'une fraction importante de la capitalisation boursière de Paris soit détenue par des non-résidents.

Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, les fonds de pension sont devenus des acteurs majeurs de la finance de marché globale. Dans ces pays, mais aussi en France et dans les autres pays européens, les *mutual funds* tiennent aussi une place importante.

Avec l'intégration européenne, de nombreux obstacles réglementaires, comme la protection excessive de l'investisseur non

qualifié ou l'Impossibilité de gérer de Paris des fonds off-shore ou de droit européen étranger, ont été assouplis.

4.3.2. L'introduction progressive des fonds de pension en Europe continentale

Les arguments en faveur des fonds de pension sont connus : ils stimuleraient l'épargne financière ; ils permettraient de mieux amortir le choc démographique ; placés pour moitié au moins en actions, ils assureraient sur le long terme un rendement meilleur que les systèmes par répartition, où les réserves et les provisions techniques sont pour l'essentiel investies en obligations et autres produits de taux. Une proposition de directive européenne est en cours de discussion.

Le gouvernement allemand, en accord avec le patronat et les syndicats a élaboré un système de capitalisation qui s'ajoute au système de répartition en place. En 2008, les salariés pourront investir 4 % de leur salaire dans des fonds de retraite privés gérés par capitalisation. Une partie de la collecte sera investie en actions. Il en sera de même des fonds de retraite d'entreprises.

En Italie et en Espagne, le décollage est lent mais le potentiel très élevé. Le Luxembourg, de son côté, espère drainer les futurs fonds de pension à vocation internationale.

4.3.3. Des arbitrages en faveur de nouvelles techniques de gestion

La gestion pour compte de tiers aux Etats-Unis est sous influence du développement de la net-épargne et de la sophistication de l'offre de produits. En Europe, il faut ajouter à ces facteurs le vieillissement de la population, le financement des retraites et la mise en place progressive d'un marché unique des services financiers.

Après la place prépondérante prise par la gestion indiciaire aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, celle des produits garantis et des fonds profilés en Europe et notamment en France, de nouvelles techniques de gestion font aujourd'hui leur apparition :

- la multigestion qui se décline sous trois formes, la gestion multisupports, les fonds de fonds et les fonds «gérants de gérants» ;

- la gestion alternative, et notamment les *hedge funds*, dont les actifs gérés atteignent 800 milliards de dollars d'encours en juin 2004 soit un doublement en cinq ans. S'appuyant sur une grande variété de méthodes de gestion, elle apporte un surcroît de profitabilité, une diversification des risques, une capacité à générer des performances

dans des marchés aussi bien haussiers que baissiers. En Europe, où la Grande-Bretagne, le Bénélux et la Suisse possèdent une longueur d'avance, les marges de manœuvre sont immenses.

Pour la place de Paris et ses OPCVM, l'enjeu est considérable.

4.3.4. Localisation de la gestion d'actifs

La question de la localisation de la gestion d'actif est une question épineuse. Si les commerciaux doivent rester là où sont les épargnants, les *front offices* et le management des fonds peuvent être centralisés ailleurs. Inversement, les activités de *back-office*, de dépositaire et de conservateur sont susceptibles d'être délocalisées à la périphérie.

Dans un marché financier européen intégré, les sociétés de gestion seront amenées à se concentrer et à s'internationaliser pour diminuer leurs coûts. Parallèlement, l'ouverture des circuits de distribution, demandée par les sociétés de gestion françaises, devrait améliorer leurs positions. Il s'agira également de trouver un équilibre financier entre les sociétés de gestion et la distribution

Toutefois, l'ouverture des circuits distributeurs à l'ensemble des fonds pourrait exercer des effets moins favorables sur les industries française et européenne de la gestion d'actif et favoriser la venue en Europe des grands opérateurs américains.

4.3.5. Le cas de la France

La gestion française, grâce à sa capacité à innover et à des coûts d'exploitation compétitifs, semble aujourd'hui bien placée pour affronter la concurrence internationale et profiter des marchés européens. Dans un secteur, où les économies d'échelle et de gamme jouent pleinement, les processus de concentration, de spécialisation et d'industrialisation des métiers devraient s'accélérer.

Sur le marché domestique, la collecte globale devrait enregistrer un rythme de progression modéré, malgré la mise en place du Plan d'Épargne Retraite Populaire (PERP), qui constitue le premier produit individuel d'épargne dédié à la retraite accessible à l'ensemble des épargnants. Car son développement devrait se faire en partie par captation de la collecte d'autres produits d'épargne longue - comme l'assurance-vie (minimum huit ans) et l'épargne salariale (minimum cinq ou dix ans). Mais la collecte d'épargne, en provenance des particuliers, restera forte, stimulée par les inquiétudes générées par le niveau du chômage et l'avenir des systèmes de retraite par répartition.

4.3.5.1. Les produits retraite

Les produits retraite actuels sont peu diffusés et représentent des encours modestes. Dans le paysage des produits de placements financiers, le marché des produits dédiés à la retraite est aujourd'hui complexe et morcelé. On y distingue les produits à caractère collectif (Articles 83, 82, 39, contrat IFC et autres régimes collectifs) et les produits à caractère individuel (contrats Préfon, Madelin, Corem/ex-Cref, ex-Coreva, CGOS et autres contrats réservés à des catégories professionnelles spécifiques). Si tous ces produits possèdent leurs propres spécificités, ils ont généralement un certain nombre de critères communs : des durées de blocage des fonds calées sur le départ en retraite, une sortie essentiellement en rente viagère et des régimes fiscaux avantageux censés favoriser l'épargne.

Pourtant, malgré leurs avantages fiscaux et même si le marché tend à se dynamiser, ces produits retraite sont à ce jour peu diffusés et ne représentent qu'une très faible part des encours d'épargne : environ 70 milliards d'euros soit moins de 5 % de l'épargne financière long terme des ménages. Ces encours sont affectés principalement aux produits d'épargne retraite collective qui totalisent plus de 50 milliards d'euros contre une quinzaine de milliards pour l'épargne retraite individuelle.

En réalité, l'épargne des ménages prévue pour la retraite se porte aujourd'hui en grande majorité sur des supports qui n'y sont pas dédiés, au premier rang desquels se trouve l'assurance vie individuelle et ses 650 milliards d'euros d'encours.

En France, les fonds de pension sont donc désormais à l'ordre du jour avec l'avènement du PERP, qui vient s'ajouter à d'autres initiatives comme le Plan d'épargne interentreprise (PEI), négocié au niveau géographique ou au niveau professionnel ou le Plan partenarial d'entreprise salarial volontaire (PPESV), d'une durée de dix ans (qui établit un cadre d'épargne à long terme pour les salariés). Avec le PERP et le PERCO, la France offrira deux produits d'épargne à horizon long, puisque leur échéance coïncidera avec la cessation d'activité. A terme, ces deux produits contribueront à allonger substantiellement la durée moyenne des placements des ménages.

Selon le cabinet de conseil BearingPoint, les produits retraite représenteraient de 10 % à 15 % de l'épargne financière long terme des ménages à l'horizon 2010, contre 5 % aujourd'hui.

Conclusions : Paris 2010, place financière mondiale ou régionale ?

Les efforts considérables accomplis depuis quinze ans pour moderniser la place de Paris et lui donner un caractère international plus conforme à la puissance de son économie sont autant de preuves de sa capacité à s'adapter à la nouvelle donne internationale.

Le développement de sa capitalisation boursière, l'intérêt croissant des épargnants pour les actions, la mise en place de systèmes de négociation et de règlement-livraison performants ainsi que la mutation des intermédiaires lui ont permis de rattraper une partie de son retard face aux places anglo-saxonnes. La sécurité de la place de Paris, tant sur le plan technique que sur celui de la surveillance des marchés et des opérateurs, est devenue l'une des plus performantes au monde.

La place de Paris s'insère dans un marché financier mondial largement dominé par New York. C'est évidemment au niveau européen qu'il faut juger de la compétitivité de la place de Paris où les principales concurrentes sont bien entendu la City et Francfort. Et pour l'instant, les positions relatives sont assez claires. La Place de Paris présente des domaines de faiblesses, dans la banque d'affaires, les marchés des change, l'analyse financière. Mais elle dispose également de domaines de force, le premier d'entre eux étant Euronext. Elle est également bien positionnée sur les marchés des taux (bons du Trésor et « corporate bonds », dans le pôle de gestion collective. La place de Paris jouit également de la présence de grands émetteurs, dont les centres de décision sont maintenus en Europe continentale.

En raison du poids de la dette publique et de l'arrivée longtemps retardée des fonds de pension, le marché français reste principalement un marché de taux. La croissance de la capitalisation boursière s'est ralentie et le nombre d'actionnaires, tout en ayant fortement augmenté à la suite des privatisations, stagne à un niveau encore modeste. Il y a environ deux fois plus de sociétés cotées à Londres qu'à Paris et 25 % de plus à Paris qu'à Francfort. En nombre de transaction sur titres de capital, l'écart entre Londres et Paris est plus faible, de l'ordre de 20 %.

Les banques françaises, universelles, sont de taille modeste sur les marchés, ce qui pourrait rendre plus difficile l'adaptation des intermédiaires aux nouvelles exigences des marchés et aux nouveaux métiers.

Ailleurs, les positions sont moins tranchées. Sur les marchés des taux en général, Paris fait jeu égal avec Francfort et devance Londres. La France est première en Europe en matière de gestion collective d'actif. Euronext, grâce notamment à des plates-formes technologiques excellentes, offre qualité et sécurité à moindre coût à ses clients. Au total, la place de Paris est donc relativement distancée par Londres mais en bonne position par rapport à Francfort.

Dans une société de plus en plus financée par les marchés de capitaux, l'enjeu de cette lutte d'influence est vital pour notre économie. Malgré l'interconnexion des marchés boursiers, la localisation géographique des Bourses demeure cependant un enjeu déterminant dans le mouvement de restructuration du secteur. Les Bourses de demain, exigeantes en équipements et en moyens humains, ne pourront pas s'établir n'importe où.

La sélection entre les places financières s'opérera sans ménagement, comme elle se produit sur n'importe quel marché concurrentiel. En dépit des turbulences récentes enregistrées dans la City et de la remise en cause de son système traditionnel (marché gouverné par les prix, influence des professionnels, obsolescence du système de règlement-livraison,...), la place de Londres conserve une prédominance européenne qu'elle pourrait renforcer, grâce à sa tradition financière et sa formidable capacité de réaction. Dès lors, quelle peut être la position en tant que place internationale de la bourse de Paris ?

Si l'Europe était appelée à ressembler de plus en plus à un espace national avec même monnaie, même législation, même fiscalité, on devrait assister en toute logique à l'apparition de forces d'agglomération vers une place financière principale, sinon unique, rassemblant les activités et les firmes financières européennes. Comme au dix-neuvième siècle, dans chaque pays pourraient subsister des places financières secondaires, appelées à s'effacer dans le long terme, parmi lesquelles figurerait Paris si cette ville n'était pas l'élue de premier rang. Il faut avoir à l'esprit ce premier scénario car les forces d'agglomération sont déjà à l'œuvre, et tout terrain perdu reste difficile à rattraper.

On assiste effectivement à des regroupements à Londres dans certains métiers de la finance (conseil, recherche, syndication, placement auprès des institutionnels). Ce positionnement s'est largement effectué au profit des institutions financières américaines. On retrouve en Europe la « projection » du fait que l'espace financier mondial est dominé par New-York et ses grandes banques d'investissement. La problématique des places européennes doit prendre en compte cette donnée majeure. Londres serait ainsi vu

comme un centre de deuxième niveau, les niveaux suivants étant occupés par les places continentales. Cette hiérarchie apparente des places financières pose clairement le problème du renforcement de la place financière de Paris.

	Londres	Paris
Intensité des externalités	Point d'entrée des anglophones en Europe	
Présence des autorités politiques de tutelle	Non ; pas de participation à l'euro	Non ; mais participation à l'euro ; l'avantage reste à Francfort.
Structure du secteur bancaire	Les banques d'investissement anglaises sont aux mains des américains. Londres est leur tête de pont en Europe.	Présence internationale des banques généralistes françaises : BNP, SG, CL
Position initiale sur les services à valeur ajoutée	Domination des majors US sur les marchés primaires – actions, sur le conseil en M&A, donc en matière de recherche.	Prépondérance sur la gestion d'actifs.
Existence d'une clientèle « <i>corporate</i> » nombreuse	Oui	Oui ; mais menace de délocalisation des sièges pour des raisons fiscales.
Existence d'un pool de main-d'œuvre qualifiée	Attractivité fiscale de Londres	Loyers plus modérés ; quasi-gratuité des services collectifs, santé et éducation. Formations initiales de qualité en finance

Nous avons vu aux chapitres précédents que l'Europe est encore loin de pouvoir être assimilée à un espace national du point de vue de son organisation financière. Dans le moyen terme, à horizon 2010, les dynamiques d'agglomération ont donc de bonnes chances d'y être différentes de celles qui ont prévalu dans chacun des pays depuis deux cents ans.

On peut donc concevoir et favoriser d'autres scénarios, plus en harmonie avec le caractère sui generis de la construction européenne comme une fédération d'Etats-nations. Deux d'entre eux ont aujourd'hui quelque vraisemblance :

- soit un scénario de spécialisation des places financières de métiers, sur le modèle New-York / Chicago, qui résulterait du libre jeu des marchés,
- soit un scénario de constitution de pôles d'influence éventuellement par domaines : Londres, Paris, Francfort au détriment ou en complémentarité des places des pays de moindre importance, grâce à des actions volontaristes.

Enfin on ne peut écarter que le conservatisme des acteurs soit tel que les évolutions esquissées ici se révèlent extrêmement lentes, au point de ressembler au *statu-quo*. Ce serait un scénario de gel des positions acquises.

Entre les différentes formules, l'histoire semble hésiter. C'est ce que vient de montrer l'analyse des transformations constatées depuis 1997, date de lancement de l'euro.

Comme on le voit, rien n'est joué. L'histoire récente en est l'illustration parfaite. Il y a environ huit ans, tout le monde considérait que le véritable danger allait venir de Francfort, dont la capitalisation boursière était supérieure à celle de Paris. Les efforts accomplis par la bourse allemande dans la première moitié des années 1990 avaient dépassé ceux de la bourse de Paris (modernisation du système de négociation, création d'un marché à terme, unification progressive des bourses régionales, rénovation et renforcement de l'architecture institutionnelle). La puissance de l'économie allemande et les effets attendus de l'installation de la Banque centrale européenne étaient censés lui procurer de sérieux atouts pour postuler à cette première place européenne.

Las, en termes de capitalisation boursière, la Place de Paris a connu une croissance supérieure à celle de Londres et de Francfort. Elle a dépassé Francfort et peut désormais lorgner vers la City et considérer que Francfort représente une moindre menace.

La capitalisation boursière des principales places européennes
(milliards de dollars)

Places boursières	Fin 1995	Fin 2003	Taux de croissance annuel moyen
Londres	1 346	2 426	7,6
Euronext Paris	499	1 358	13,3
Deutsche Börse	577	1 079	8,1

Source : FIBV

C'est en prenant conscience de la « fin de la géographie » et sans peur du « grand large » que la bourse de Paris entrera avec succès dans le vingt-et-unième siècle. En particulier, il ne faut pas perdre de vue que les positions d'aujourd'hui risquent d'évoluer profondément avec l'avènement du marché européen unique des valeurs mobilières. Les changements technologiques et réglementaires seront profonds et entraîneront une consolidation des infrastructures de marchés (comme le système de règlement-livraison). Ils demanderont à tous les acteurs des places financières d'importantes capacités d'adaptation.

Chapitre 5

Les facteurs qui détermineront la compétitivité de la place financière de Paris

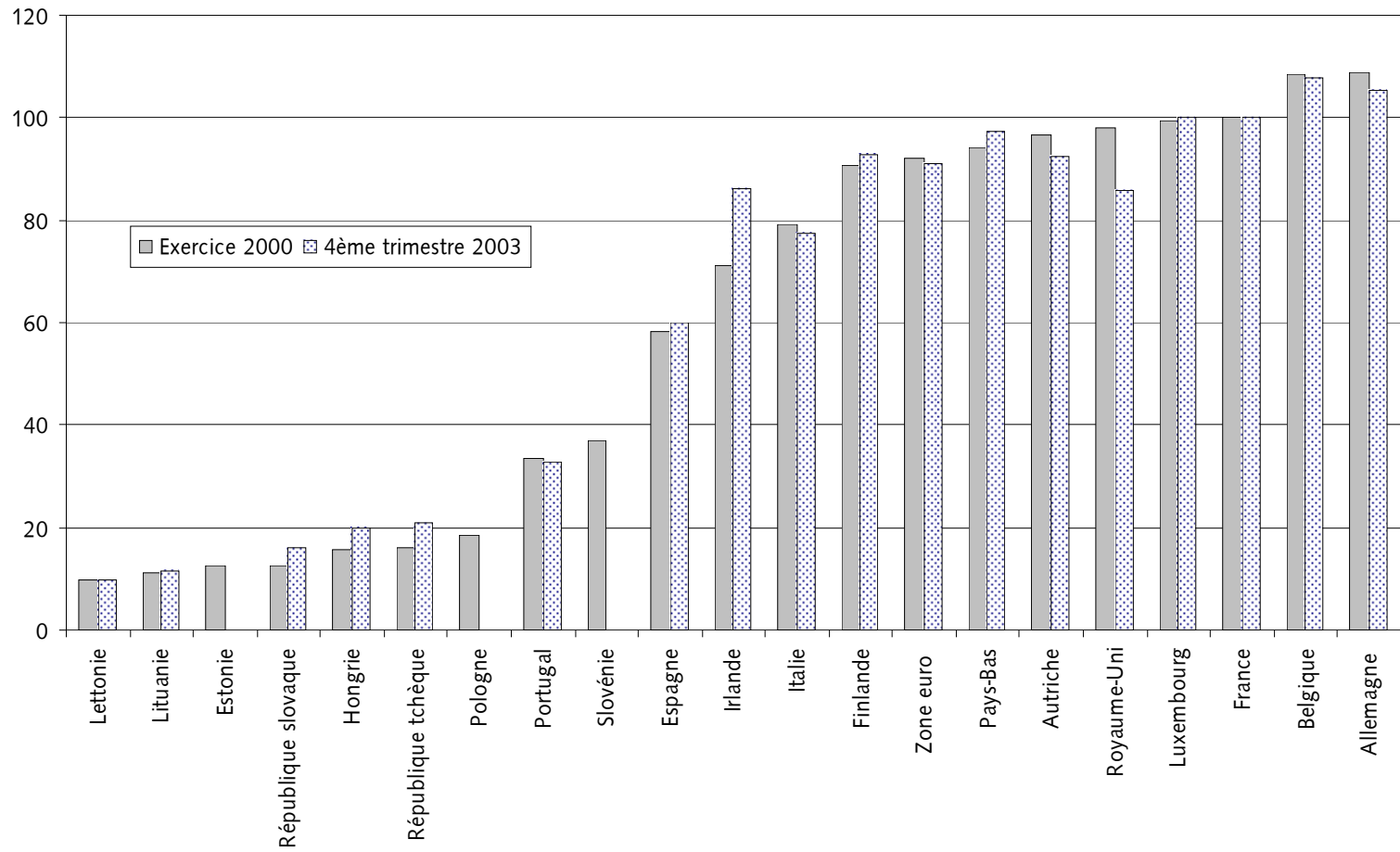
La mondialisation a deux conséquences différentes pour des nations comme la nôtre. D'une part elle entraîne, avec l'émergence de nouveaux acteurs mondiaux, une concurrence plus forte par les coûts. D'autre part, elle renforce la concurrence pour le développement d'activités fondées sur la connaissance et la compétence, qui impliquent une forte différenciation des produits ou des services rendus aux clients.

Ces deux faces de la mondialisation ont été mises en exergue par Michael Porter en 1990 dans son ouvrage *L'avantage concurrentiel des nations*. Porter a identifié les paramètres nationaux qui favorisent un avantage concurrentiel dans une activité donnée. La distinction entre deux grands types d'avantages concurrentiels, les avantages fondés sur les coûts et les avantages fondés sur la différenciation est désormais classique. Un avantage par les coûts signifie que les entreprises d'un secteur réussissent à concevoir, produire et commercialiser leurs produits à un prix de revient plus faible que leurs concurrentes sur le marché mondial. L'avantage par la différenciation est la capacité à fournir un produit supérieur aux autres en termes de qualité et de caractéristiques particulières.

Le risque pour certaines activités dans les pays développés, notamment pour la France, serait de perdre sur le terrain de la compétitivité par les coûts et en même temps de se faire distancer par d'autres pays développés plus avancés sur le terrain de la compétitivité par la différenciation. Ce double risque existe pour les places financières et notamment pour la place financière de Paris.

La mondialisation entraîne une concurrence plus forte par les coûts. La conséquence est la « délocalisation » ou localisation directe dans d'autres pays d'industries ne nécessitant qu'une qualification faible ou moyenne et plus récemment, de certains services grâce au développement des technologies de l'information. On constate ces mouvements d'ores et déjà dans les activités financières avec la délocalisation de certaines unités comme les *back-office*, la comptabilité ou les centres d'appels.

**Coût horaire de la main d'œuvre - France = 100 Union Européenne et futurs entrants
(Ensemble des secteurs hors services non-marchands)**



La mondialisation entraîne aussi une concurrence nouvelle pour le développement d'activités fondées sur la connaissance et le savoir. Ces activités permettent dans une certaine mesure d'éviter une concurrence par les coûts, et elles ont une grande puissance d'entraînement. Elles emploient des professionnels très qualifiés, qui constituent des talents rares au niveau international. C'est sur ces biens et services que les pays les plus développés disposent d'un avantage comparatif lié à leur capital humain et à leur potentiel d'enseignement supérieur et de recherche et développement. Les places financières n'échappent pas à cette logique et leur « qualité globale » comme la cohérence des métiers qui la composent devient un facteur d'attractivité majeur.

Cette analyse désigne clairement les deux terrains sur lesquels la place financière de Paris doit renforcer sa compétitivité. Le terrain des coûts qui recouvrent le coût du travail et les coûts fiscaux et sociaux, et le terrain de la différenciation des services et de la compétence des hommes.

5.1. La concurrence par les coûts et le risque de délocalisation

Les acteurs de la place financière de Paris parviennent quelquefois par l'innovation et leur qualité d'organisation à surmonter les handicaps de leur environnement. Le succès d'Euronext ou le développement du pôle de gestion collective en sont les meilleurs exemples. Mais le poids des coûts liés à l'environnement est un problème.

5.1.1. Compétitivité et coûts de main d'œuvre

L'émergence de nouveaux compétiteurs comme la Chine ou l'Inde sur la scène mondiale est un des nombreux défis auquel sont confrontées les économies des pays industrialisés. La France comme l'Union européenne sont particulièrement concernées. Il s'agit là d'une tendance lourde qui va se poursuivre.

La maîtrise des coûts reste un élément essentiel de la compétitivité. Or, les comparaisons de coût horaires de main d'œuvre sont particulièrement défavorables à la France. A la fin de l'année 2003, la zone euro affichait les coûts horaires de main d'œuvre les plus élevés du monde. L'appréciation de l'euro contre l'ensemble des monnaies observée depuis avril 2002 a clairement érodé la compétitivité-coût de la France. Les coûts horaires de main d'œuvre dépassaient d'environ 30 % les coûts américains et japonais fin 2003.

Toutefois, l'euro n'est pas seul en cause. La compétitivité-coût de la France s'est aussi érodée par rapport à ses voisins européens.

Les coûts horaires moyens de main-d'œuvre correspondent au total des charges salariales de l'année divisé par le nombre d'heures travaillées dans l'année. Nos estimations sont fondées sur les résultats des dernières enquêtes quadriennales menées par Eurostat (enquêtes 2000) et sur les mesures trimestrielles que fait Eurostat des évolutions des coûts de main d'œuvre. Les coûts de main d'œuvre que nous suivons concernent tous les salariés de l'ensemble des secteurs hors services non marchands. Les données que nous exploitons ne permettent pas de réaliser des comparaisons portant exclusivement sur le secteur financier mais il y a tout lieu de penser que les hiérarchies que nous présentons seraient assez proches, voire seraient encore plus défavorable à la France (La France est l'un de seuls pays où il existe des taxes spécifiques sur les salaires dans le secteur financier).

Fin 2003, le coût horaire de la main d'œuvre ressortait en France à 27,3 euros en moyenne. Il dépassait d'un peu moins de 10 % le coût moyen de la zone euro. En Europe, quatre pays ont des coûts supérieurs à ceux de la France. Il s'agit de l'Allemagne (28,8 euros), de la Belgique (29,4), de la Suède (30,8) et du Danemark (30,9). Tous les autres pays membres de l'Union européenne à quinze ont des coûts salariaux inférieurs à ceux de la France. En prenant comme base le coût horaire de la main d'œuvre en France égal à 100, la dispersion au sein de l'Union européenne à quinze est grande. Elle va de 33 (Portugal) à 113 (Danemark et Suède).

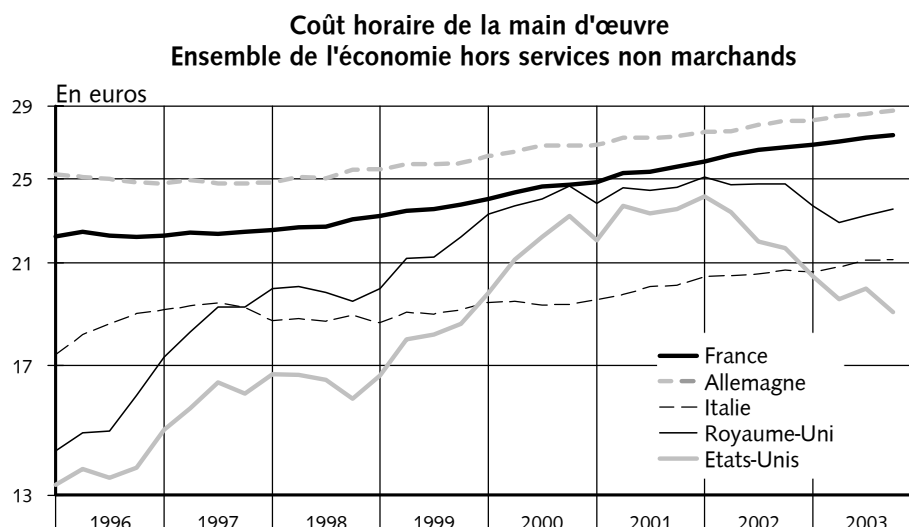
La dispersion des coûts est forte dans l'Union européenne à quinze et encore plus forte si l'on tient compte des nouveaux entrants.

A l'exception du Danemark, de la Finlande, des Pays-Bas et de l'Irlande, les coûts salariaux ont progressé plus vite en France qu'à l'étranger depuis l'année 2000. Les prochains relèvements du SMIC prolongeront cette tendance pénalisante en terme de compétitivité.

Cette érosion de la compétitivité coût de la France par rapport à ses partenaires de la zone euro se traduit par de moindres performances à l'exportation. La part des exportations de l'industrie manufacturière française (en valeur) dans les exportations européennes est revenue à 14,9 % en août 2003 contre 16,2 % en 1999.

La dispersion des coûts salariaux va encore s'accroître avec l'entrée des dix nouveaux pays. Au bas de l'échelle se trouve la Lettonie avec un coût horaire de la main d'œuvre qui ne dépasse pas

2,7 euros (moins de 10 % du coût français). Viennent ensuite la Lituanie avec un coût de 3,2 euros, puis la République slovaque (4,4 euros). La Hongrie avec un coût de 5,4 euros de l'heure et la République tchèque de 5,7 euros ont des coûts qui sont de l'ordre de 20 % du coût français. Au cours des dernières années, les coûts de main d'œuvre dans tous ces pays se sont rapprochés de la moyenne de la zone euro et de la France, mais le processus est lent de sorte qu'ils restent très bas.



Du point de vue de nos activités financières, cette concurrence par les coûts du travail concerne principalement les sites de back offices, de comptabilité, certains services informatiques, les centres d'appels, etc... Le point important est qu'il existe aujourd'hui des forces à l'œuvre pour déplacer des maillons de nos activités financières vers d'autres localisations géographiques.

5.1.2. Compétitivité et coûts fiscaux

5.1.2.1. Des prélèvements obligatoires très élevés

Dans un premier temps, l'évaluation du poids des prélèvements obligatoires sur le système productif peut être conduite par une approche macroéconomique. Le poids de la fiscalité (y compris les charges sociales), peut être estimé par le poids des prélèvements dans le PIB. Sur la base des chiffres de l'OCDE (Statistiques annuelles de recettes publiques), on peut donner quelques indications de comparaisons internationales qui doivent ensuite être complétées par une approche plus microéconomique de comparaison directe des systèmes fiscaux.

Le poids des prélèvements obligatoires

	1975	1985	1995	2001	2002*
États-Unis	26,9	26,1	27,6	28,9	n.d.
Japon	21,2	27,1	27,6	27,3	n.d.
Union européenne à 15	33,0	38,5	40,1	41,0	40,5
Suède	40,9	47,0	48,5	51,4	50,6
Danemark	40,0	47,4	49,4	49,8	49,4
Belgique	40,1	45,6	44,6	45,8	46,2
Finlande	36,6	39,9	45,1	46,1	45,9
France	35,9	43,8	44,0	45,0	44,2
Norvège	39,3	43,1	41,1	43,3	43,1
Luxembourg	37,5	45,1	42,3	40,7	42,3
Italie	26,1	34,4	41,2	42,0	41,1
Pays-Bas	41,6	42,6	41,9	39,5	39,3
Allemagne (1)	32,6	34,3	38,2	36,8	36,2
Royaume-Uni	35,3	37,7	34,8	37,3	35,9
Espagne	18,8	27,8	32,8	35,2	35,6
Suisse	27,9	26,6	28,5	30,6	31,3
Irlande	29,1	35,0	32,8	29,9	28,0
OCDE total	30,4	33,6	36,0	36,9	nd

Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2002. (1) Allemagne unifiée à partir de 1991. * Estimation provisoire

En France, comme en Europe, le taux de prélèvement obligatoire au sens strict² (c'est-à-dire de l'ensemble des prélèvements fiscaux et sociaux, mais non compris le besoin de financement des administrations publiques) a fortement augmenté jusqu'au milieu des années 1980. Il a progressé ensuite beaucoup plus faiblement de 1985 à 2002. Pendant cette dernière période, le taux de prélèvements obligatoire de l'Union européenne passe de 39,3 % à 40,5 %. La France se situe au-dessus de la moyenne européenne avec un taux de 44,2 % de prélèvements obligatoires en 2002. Hors Europe, les pays comme le Japon et les États-Unis ont des taux de prélèvement obligatoires nettement plus faibles, inférieurs à 29 %. En France, le taux de prélèvement est inférieur à ceux observés dans les pays nordiques (Finlande, Danemark, Suède) et en Belgique, mais il est

² On peut également calculer un taux de prélèvements obligatoires au sens large, c'est-à-dire en prenant les recettes sociales fiscales augmentées des besoins de financement des États, qui peuvent être assimilés à des impôts futurs. Aujourd'hui, compte tenu de la convergence des déficits imposée par le traité de Maastricht, cette comparaison est quasiment semblable à celle des prélèvements obligatoires au sens strict. Il n'en reste pas moins que la France fait plutôt partie des pays de la zone euro à fort déficit en affichant un déficit de 1,4 % du PIB en 2001 et d'environ 2,5 % en 2002. Seuls quatre pays de la zone euro, l'Italie, l'Allemagne, le Portugal et la France affichent des déficits.

largement supérieur à celui de l'Allemagne, de l'Italie, des Pays Bas. En Espagne, au Portugal et au Royaume-Uni, les prélèvements obligatoires sont nettement plus faibles, au-dessous de 38 % du PIB.

La question qui se pose depuis l'avènement de l'euro est celle de l'impact des disparités du poids de la fiscalité dans les pays de la zone sur les équilibres macroéconomiques. Tout autant que le poids global des prélèvements, la structure des prélèvements et d'autres paramètres du jeu fiscal entre les différents pays de la zone euro doivent être considérés. C'est pourquoi il est intéressant d'analyser le poids des impôts dans le PIB en distinguant les cotisations sociales, les impôts assis sur les revenus des ménages et l'impôt sur les bénéfices des sociétés, les autres impôts directs et les impôts indirects (dont la TVA), en rappelant que les frontières entre catégories sont quelquefois floues.

Le système des prélèvements obligatoires en 2001

Part des catégories d'impôts dans le PIB (en %)

	France	Allemagne	Royaume-Uni	UE à 15
Total de prélèvements obligatoires	44,7	36,6	37,1	41,5
Impôts sur le revenu des personnes physiques, cotisations sociales et impôts sur les salaires	25,3	24,6	17,6	22,6
<i>dont cotisations sociales</i>	16,3	14,6	6,3	11,4
Impôts sur le patrimoine	3,1	0,8	4,3	2,0
Impôts sur les sociétés	3,4	0,6	3,5	3,6
Impôts à la consommation	11,3	10,6	11,7	12,2
Autres impôts	1,6	0,0	0,0	1,1

Source : OCDE, Statistiques des recettes publiques 1965-2002

Le constat qui ressort de l'analyse des prélèvements par grandes catégories est que la France est au-dessus de la moyenne européenne non seulement pour le total des prélèvements mais aussi pour chacune des grandes catégories, à l'exception peut-être des impôts indirects (TVA). Ceci masque toutefois de fortes disparités en termes de structures détaillées des prélèvements. Ainsi la France impose-t-elle relativement moins les revenus des personnes de façon directe mais les prélèvements sur les revenus d'activité (sous leurs diverses formes) sont importants.

5.1.2.2. La France se distingue par le poids très élevé des impôts prélevés sur les entreprises

Par le poids de l'impôt direct sur les sociétés dans le PIB, la France est dans la moyenne des pays de l'OCDE. Les recettes de l'impôt sur les sociétés représentent soit 3,4 % du PIB en France et 3,5 % du PIB au Royaume-Uni. En Allemagne, à la suite de baisses importantes, elles représentent seulement 0,6 % du PIB. Dans l'Union européenne, ce poids est en moyenne de 3,6 % du PIB.

Tableau
Impôts sur les bénéfices des sociétés en % du PIB

	1965	1975	1985	1995	1999	2000	2001
États-Unis	4,0	3,1	2,0	2,6	2,4	2,5	1,9
Japon	4,1	4,4	5,7	4,2	3,4	3,6	3,5
Union européenne à 15	1,9	2,1	2,5	2,7	3,5	3,7	3,6
Norvège	1,1	1,1	7,4	3,8	3,1	5,9	9,4
Luxembourg	3,1	5,9	8,0	7,5	7,0	7,2	7,5
Finlande	2,5	1,5	1,5	1,8	4,4	5,6	4,9
Pays-Bas	2,6	3,2	3,0	3,1	4,2	4,2	4,1
Belgique	1,9	3,0	2,6	3,0	3,6	3,6	3,6
Irlande	2,3	1,4	1,1	2,8	3,8	3,8	3,6
Italie	1,8	1,6	3,2	3,6	3,3	3,2	3,6
Royaume-Uni	1,3	2,2	4,7	3,3	3,7	3,6	3,5
France	1,8	1,9	1,9	2,1	3,0	3,1	3,4
Danemark	1,4	1,2	2,3	2,0	3,0	2,4	3,1
Suisse	1,4	2,2	1,8	1,9	2,5	2,8	3,1
Suède	2,1	1,8	1,6	2,8	3,0	3,9	2,9
Espagne	1,4	1,3	1,4	1,8	2,8	3,0	2,8
Allemagne	2,5	1,4	2,1	1,1	1,8	1,8	0,6
OCDE Total	2,2	2,2	2,7	2,9	3,2	3,6	3,5

Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2002

5.1.2.3. Le poids des impôts sur le patrimoine est élevé en France

Selon la classification des impôts de l'OCDE, que nous suivons ici, les impôts sur le patrimoine regroupent les impôts sur la propriété immobilière et sur l'actif net, les impôts sur les mutations par décès, les impôts sur les successions et donations, les impôts sur les transactions mobilières et immobilières. Mais ils excluent entre autres les impôts sur les gains en capital provenant de la vente de bien (qui sont inclus dans les impôts sur le revenu et sur les bénéfices) et les

impôts sur l'autorisation d'exercer une activité (impôts sur les biens et services). L'imposition du patrimoine comprend bien évidemment l'impôt sur la fortune dans les pays où celui-ci existe.

Sur la base de cette classification, le poids des impôts sur le patrimoine serait moins élevé en Europe qu'aux Etats-Unis et au Japon. En moyenne des 15 pays européens, le poids de ces impôts dans le PIB a légèrement progressé depuis trente ans de 2,1 à 2,3 % du PIB. Au Royaume-Uni, le poids de ces impôts est relativement élevé (4,3 % du PIB), malgré le recul brutal observé au début des années 90. En France, le poids des impôts sur le patrimoine a fortement augmenté dans les années 1980. Il représente aujourd'hui 3,1 % du PIB, un poids comparable à celui des Etats-Unis, mais supérieur à celui de la moyenne européenne (2,0 %). Le poids de cet impôt est particulièrement faible en Allemagne (0,8 %) et dans les pays Nordiques (entre 1 et 2 %).

Impôts sur le patrimoine en % du PIB

	1965	1975	1 985	1995	1999	2000	2001
Etats-Unis	3,9	3,8	2,8	3,1	3,1	3,0	3,1
Japon	1,5	1,9	2,6	3,2	2,9	2,8	2,8
Union européenne à 15	1,8	1,6	1,5	1,7	2,0	2,0	2,0
Royaume-Uni	4,4	4,5	4,5	3,6	4,0	4,3	4,3
Luxembourg	1,7	1,9	2,5	3,0	4,0	4,3	3,9
France	1,5	1,8	2,5	3,3	3,2	3,1	3,1
Suisse	1,7	2,0	2,5	2,3	2,9	2,9	2,8
Espagne	0,9	1,2	1,0	1,8	2,2	2,3	2,2
Italie	1,8	0,9	0,9	2,3	2,0	1,8	2,0
Pays-Bas	1,4	1,0	1,5	1,7	2,1	2,2	2,0
Danemark	2,4	2,3	2,0	1,7	1,8	1,6	1,7
Irlande	3,8	2,8	1,4	1,5	1,7	1,8	1,7
Suède	0,6	0,5	1,1	1,3	1,9	1,8	1,6
Belgique	1,2	0,9	0,8	1,1	1,5	1,5	1,5
Finlande	1,2	0,7	1,1	1,0	1,1	1,2	1,1
Norvège	0,9	0,9	0,8	1,2	1,0	0,9	1,0
Allemagne	1,8	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9	0,8
OCDE Total	1,9	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9

Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2002.

5.1.2.4. Compétitivité et coûts fiscaux

Concernant les entreprises et la taxation de leurs bénéfices, et indépendamment des questions posées par la taxe professionnelle, la

situation française en matière d'impôt sur les sociétés (IS) est très mauvaise, en bas du classement des pays européens. La fiscalité n'est peut-être pas le déterminant principal de l'investissement direct (il y a aussi la localisation au sein du marché européen, les infrastructures, etc...), mais elle joue un rôle significatif, rôle qui est d'autant plus fort que les unités de production sont mobiles. Des écarts de fiscalité peuvent donc infléchir à la marge une décision de délocalisation et initier ainsi un phénomène cumulatif de concentration de l'activité dans ou hors du territoire national.

Au cours des dernières années, la France est allée à contresens des pays européens : elle est avec la Finlande, le seul pays européen dont le taux est supérieur en 2003 à celui de 1995. En outre, ce taux (35,43 % en 2003) reste significativement supérieur aux taux appliqués par certains de nos concurrents les plus directs (Allemagne et Royaume-Uni notamment) et il le restera même après les mesures inscrites dans le projet de loi de finances pour 2005.

Taux nominaux de l'impôt sur les sociétés ⁽¹⁾

	1986	1995	2001
Allemagne	56,0	45,0	25,0
Autriche	50,0	34,0	34,0
Belgique	45,0	39,0	39,0
Danemark	50,0	34,0	30,0
Espagne	35,0	35,0	35,0
Finlande	33,0	25,0	28,0
France	45,0	33,3	36,43
Grèce	49,0	40,0	40,0
Irlande	50,0	30,0	20,0
Irlande (IDA)		10,0	10,0
Italie	36,0	36,0	36,0
Luxembourg	40,0	33,0	30,0
Pays-Bas	42,0	35,0	35,0
Portugal	44,5	36,0	34,0
Royaume-Uni	35,0	33,0	30,0
Suède	52,0	28,0	28,0
Moyenne UE	44,2	35,1	32,1
Etats-Unis	46,0	35,0	35,0
Japon	50,0	47,5	46,4

(1) Impôts payés à l'Etat (gouvernement central dans les comptes nationaux)

(*) En Irlande, le taux national était de 20 % en 2001, mais de 10% pour les secteurs privilégiés par l'IDA.

Source: OCDE

Les taux d'imposition légaux ne reflètent qu'imparfaitement les taux effectifs d'imposition qui intègrent différents effets d'assiettes. Mais lorsque ces effets sont pris en compte, on s'aperçoit que le handicap que représente pour la France le taux légal

d'imposition des sociétés élevé n'est que partiellement compensé par des règles d'assiette. La concurrence fiscale passe donc d'abord par les taux légaux. Comme le mentionne le rapport du Conseil d'Analyse Economique sur la compétitivité (2003), une baisse du taux d'IS permettant de revenir dans la fourchette européenne doit être envisagée. Elle devrait pour cela s'inscrire dans la durée, impliquant un respect des engagements, car un investissement est décidé pour plusieurs années.

5.2. La concurrence par la qualité des hommes et des services financiers

Si le coût des services rendus peut être un obstacle dans la compétition, une stratégie fondée sur l'excellence des services rendus aux clients peut constituer une autre voie de compétitivité, à vrai dire la meilleure.

La place de Paris est de ce point de vue bien placée en Europe. La qualité de la plate-forme technologique d'Euronext, dont le leader est Paris, est reconnue dans le monde entier. Le nombre de transactions sur titres de capital est du même ordre de grandeur à Paris qu'à Londres. Son pôle de gestion constitue un atout majeur.

Mais de ce point de vue aussi un effort peut être entrepris pour renforcer la position de Paris comme place financière leader d'Europe continentale.

Le premier enjeu est celui des hommes. La qualité d'une place financière, c'est la qualité des hommes et des femmes qui y travaillent, et notamment celle de ses « talents ». Les deux principales caractéristiques des cadres à haut niveau de compétence, autrement dit des « talents », sont d'être rares et relativement nomades. Pour les compétences les plus élevées, un marché du travail devient de plus en plus international. Il dépend de l'intérêt intrinsèque du travail proposé, de la réputation d'excellence de l'entreprise, du laboratoire ou de la « place » professionnelle : Londres ou New York pour la finance, la Silicon Valley pour l'informatique, le site de Crolles en France pour la microélectronique, Milan pour le « design » industriel, etc.

Le choix de localisation dépend également des conditions de travail et plus généralement d'existence. Il dépend également du niveau de vie. Les conditions financières, la fiscalité, le niveau des loyers, les facilités familiales (école) et de soins (équipements de santé) sont autant de paramètres qui jouent sur l'attractivité d'un territoire. Les chercheurs seront particulièrement sensibles aux outils de la recherche. De ce point de vue, les restrictions de l'offre documentaire de notre système universitaire sont rédhibitoires.

Il faut également qu'il existe des perspectives de carrière. Un milieu de travail suffisamment large peut autoriser un redéploiement de la carrière. C'est un avantage de Londres sur Paris dans beaucoup de métiers financiers.

Les entreprises qui embauchent des talents sont sensibles à d'autres variables que les personnes concernées. L'embauche de talents dépend de leur coût et répond aussi en pratique à d'autres motivations. Les entreprises interrogées témoignent de ce que le potentiel de personnes formées existe sur le territoire français. Mais, s'il s'agit, par exemple, du dirigeant d'une filiale étrangère ou d'un expert dans une spécialité particulièrement pointue, il peut être souhaitable de recourir à un étranger plutôt qu'à un national. Plus généralement, une grande multinationale peut souhaiter brasser les cultures pour améliorer la créativité de ses équipes.

5.2.1. Compétitivité et surcoût des contraintes réglementaires

Les enquêtes révèlent régulièrement des critiques formulées à l'égard de règles trop instables, trop contraignantes et trop complexes de notre législation qui découragent les investisseurs.

L'implantation d'activités de taille significative peut se heurter à la rigidité de notre Code du Travail. Les entreprises mettent en avant que les obligations en matière de plans sociaux et de mesures de reclassement deviennent purement formelles et leur effet sur la sauvegarde de l'emploi est probablement faible.

En ce qui concerne la gestion des effectifs (hors licenciements collectifs), la législation actuelle du travail rend très difficile les licenciements ou les déplacements de travailleurs d'un poste à un autre. Les motifs prévus par la loi concernent principalement la faute du salarié ou la contrainte économique grave et les litiges se règlent devant les tribunaux de prud'hommes avec un retard et un degré d'incertitude élevés. Si une entreprise envisage d'implanter une équipe de recherche, une telle législation peut être ressentie comme très contraignante. Une fois le gros de l'effort de recherche effectué, il devient très difficile à l'entreprise de réduire la taille de son équipe de recherche alors même que le cycle des produits lui commanderait d'intensifier d'autres efforts (commercialisation, maintenance...). L'environnement des entreprises est un environnement de contraintes, où elles ont à se redéployer rapidement en extension ou en restriction.

En termes d'image de la France auprès des investisseurs étrangers, l'impact des 35 heures s'est révélé particulièrement désastreux. La France est apparue selon le propos de certains (voir

notamment les enquêtes sur l'attractivité de la France réalisées par Ernst&Young) comme « le pays où il est interdit de travailler plus de 35 heures ».

Il n'est pas facile de mettre en évidence l'impact réel des 35 heures sur la compétitivité de notre pays. Dans certains secteurs, très exposés à la concurrence internationale, la réduction du temps de travail pénalise l'activité française. Les contraintes relatives aux 35 heures sont particulièrement ressenties dans les activités réunies au sein de la place financière qui nécessitent habituellement une grande disponibilité et de nombreux contacts internationaux. Ces différences de durée de travail sont sans doute contrebalancées par des différences de salaires, mais les entreprises françaises du secteur estiment que de telles différences créent des problèmes d'organisation entre secteurs amenés à collaborer sur les marchés financiers internationaux.

En 2002, le nombre de jours travaillés s'élève à 212 en France, soit 18 jours de moins qu'au Royaume-Uni, 8 de moins qu'en Allemagne et 30 jours de moins qu'aux Etats-Unis.

Nombre moyen de jours travaillés dans l'année en 2002

France	212
Pays-Bas	218
Allemagne	220
Royaume-Uni	230
Suède	233
Italie	236
Canada	237
Espagne	237
Etats-Unis	242

Source : Werner International Management consultants.

5.2.2. La question de l'« attractivité » du site France se pose principalement pour les cadres à forte compétence

Le débat sur le thème de l'attractivité de la France est souvent obscurci par le fait qu'il reste trop global. Il faut se rendre à l'évidence : dans la division internationale du travail, les activités fondées sur des processus déjà éprouvés, employant de la main d'œuvre peu qualifiée iront de plus en plus dans les pays émergents d'Asie ou d'Europe de l'Est. On observe d'ores et déjà ce phénomène

dans les activités financières avec la délocalisation de *back-office* à Bangalore.

La France doit se battre sur le créneau qu'elle a vocation d'occuper : celui des activités riches en innovations et en savoir. Une simulation réalisée par une multinationale dont le siège social pour l'Europe est installé à Paris, vient illustrer ce point de vue : Paris se classe en tête (après Madrid) lorsqu'il s'agit de choisir l'implantation d'un siège social, mais loin derrière dès lors qu'il s'agit d'activités d'exécution, revenant à une main d'œuvre moins qualifiée (ex : *call center*). La question est de savoir où passe la frontière : le fait que, selon cette simulation, la France soit également mal classée pour des activités de conception doit nous interpeller. Il y a en effet peu d'espoir de compenser la destruction d'emplois non qualifiés dans les secteurs exposés à la concurrence uniquement par des créations de postes de direction au siège social !

Il faut agir à la fois sur l'offre et la demande de « talents », pour promouvoir le statut international des entreprises françaises.

5.2.2.1. Les déterminants de l'« offre » de talents (par les salariés)

Les rémunérations brutes, pratiquées en particulier outre-manche et aux Etats-Unis, sont plus élevées qu'en France, à qualification égale. Il est rare que ces personnels puissent entrer dans les grilles indiciaires. Ce salaire est amputé par des charges sociales salariales et surtout par l'impôt sur le revenu.

Le secteur financier est caractérisé par un niveau de rémunération élevé, surtout lorsqu'on tient compte des rémunérations variables. Des montants de 450 000 € sont cités comme la norme dans certains métiers après quelques années d'expérience. A ces niveaux, l'IR, puis l'ISF atteignent des montants considérés comme insupportables. D'où la difficulté à retenir ou à faire venir des seniors à Paris. D'où aussi la menace qui pèse sur les activités de la banque d'investissement et de financement (plus précisément les produits de taux, passés pour l'essentiel à Londres, et les dérivés d'actions en passe de migrer). Sur ces rémunérations s'empilent, ne l'oublions pas, des charges sociales très importantes.

L'impôt de solidarité sur la fortune, qui est exigé des étrangers qui ont séjourné plus de cinq ans en France peut devenir un problème pour des chefs d'entreprise ou des financiers, d'autant plus que les biens situés à l'étranger sont aussi frappés.

Mais d'autres considérations rentrent aussi en ligne de compte :

- les loyers pratiqués : Paris semble moins onéreux que Londres ou New-York,

- la scolarisation des enfants dans leur langue maternelle. L'offre des écoles ou des lycées internationaux est jugée insuffisante en région parisienne,

- la qualité de l'accueil : les étrangers surtout non européens sont soumis à des tracasseries administratives qui peuvent rebuter certains,

- la qualité de la vie : tout le monde s'accorde à reconnaître l'excellence de la gastronomie française, la variété des paysages et la beauté des sites, la qualité des prestations culturelles, etc,

- la langue : l'usage exclusif du français dans l'entreprise peut être un obstacle à l'insertion réussie de cadres étrangers,

- les perspectives de carrière : toutes les entreprises n'ouvrent pas facilement leur état-major aux cadres étrangers, qui sont souvent réduits à un statut de « mercenaire ». Mais ceci dépend de l'histoire et de la culture des firmes,

- l'existence d'un milieu de travail (notion de « place financière ») suffisamment large pour autoriser un redéploiement de la carrière. C'est un avantage que Londres a sur Paris dans beaucoup de métiers financiers.

5.2.2.2. Les déterminants de la « demande » de talents (par les entreprises)

Les entreprises qui embauchent sont sensibles à certaines des variables énumérées plus haut, à condition d'en changer le signe. Par exemple le salaire brut qu'elles sont tentées de trouver excessif et qui risque d'être mal toléré par les autres salariés.

S'agissant des charges sociales et fiscales, c'est le total qui importe à l'entreprise, ce que l'on appelle le coin social et fiscal, qui s'interpose entre salaire net et coût du travail pour l'entreprise. Or ce coin socio-fiscal représente environ 80 % du coût du travail en France, contre 40 % au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. On ne peut donc pas minimiser l'impact de l'impôt sur le revenu (déterminant de l'offre), ce qui est justifié jusqu'à un certain niveau de revenu, et passer négligemment sur l'impact, pourtant massif, du coin socio-fiscal

(déterminant de la demande). De plus, l'implantation d'activités de taille significative peut se heurter à la rigidité de notre Code du Travail.

La demande de « talents » répond aussi en pratique à toutes sortes d'autres motivations. Il peut s'agir du dirigeant d'une filiale étrangère, d'un expert dans une spécialité particulièrement pointue. Mais plus généralement, une grande multinationale peut souhaiter brasser les cultures pour améliorer la créativité de ses équipes.

Dans les différents entretiens que nous avons pu conduire, on notera qu'aucun de nos interlocuteurs n'a invoqué une faiblesse de l'enseignement supérieur français pour justifier des recrutements extérieurs. Unaniment, tous se déclarent satisfaits des formations qui y sont dispensés, notamment dans les Grandes Ecoles d'ingénieurs. Mais c'est peut-être là qu'est la limite de cette opinion. Un système d'enseignement ne peut pas se juger uniquement sur le cas de ceux qui réussissent le mieux.

5.2.2.3. Pour l'attractivité des talents, l'ISF constitue un handicap

Outre le poids global élevé de l'imposition du patrimoine en France, on observera la mauvaise conception de l'impôt de solidarité sur la fortune. La France a en commun avec la Finlande, les Etats-Unis et les Pays-Bas l'impôt de solidarité sur la fortune, mais à un taux plus élevé. Au cours des dernières années, de nombreux pays ont supprimé cet impôt : l'Autriche, l'Allemagne, le Danemark, la Suède ; l'Italie envisage de le faire.

Pour éviter d'imposer au-delà du raisonnable les entrepreneurs, la loi a prévu d'exonérer l'outil de travail. Comme l'ont montré les rapports Lavenir et Charzat, cette disposition est, dans sa configuration actuelle, susceptible d'entraîner des effets pervers.

Le chef d'entreprise qui bénéficie de l'exonération de l'outil de travail est incité à développer son entreprise en réinvestissant les profits réalisés, tandis que certains de ses partenaires familiaux sont conduits à rechercher une maximisation des dividendes pour payer leur ISF.

Le seuil de détention de 25 % au minimum peut aussi inciter l'entrepreneur, pour ne pas diluer son capital, à refuser tout appel à l'épargne publique pour ne pas diluer sa participation. Un créateur d'entreprise sans moyens personnels ayant développé son entreprise par appel aux capitaux extérieurs, donc fortement dilué (en dessous de 25 % généralement), se voit imposé à l'ISF s'il cherche à diversifier

son patrimoine (part de l'outil professionnel en dessous de 75 %) ou s'il veut investir dans une nouvelle entreprise.

De même, le lien entre exonération et exercice de la fonction de dirigeant crée une incitation au maintien en place de certains dirigeants pour des motivations uniquement fiscales, et limite les possibilités de faire appel à des managers extérieurs.

Par ailleurs, un créateur d'entreprise décidant de céder sa société sera assujéti à l'impôt sur les plus values (26 %) puis à l'ISF ; un chef d'entreprise décidant de « passer la main » à un meilleur gestionnaire sera assujéti à l'ISF ; un chef d'entreprise décidant d'organiser sa succession en faisant appel à un gestionnaire extérieur sera assujéti à l'ISF, puis aux droits de succession à taux plein. Si en revanche un chef d'entreprise garde la main jusqu'au bout, puis transmet la direction à son héritier, et que celui-ci conserve le capital et la direction de la société, l'ISF n'est jamais dû, et seul est dû l'impôt sur les successions à taux réduit (17 %).

L'ISF se caractérise en outre par un certain nombre d'anomalies et d'effets de distorsion :

- dans une entreprise dont l'un des cofondateurs sera mandataire social et l'autre simple salarié de l'entreprise, tous deux étant par hypothèse détenteurs de la même participation au capital, le premier sera exonéré d'ISF et pas le second ;

- un entrepreneur souhaitant, après développement de son entreprise (et dilution en dessous de 25 %, ce qui est généralement le cas pour les entreprises à fort développement), céder une partie du capital de son entreprise pour investir dans une autre entreprise (type « business angel ») se verra de ce simple fait imposé à l'ISF (s'il passe en dessous des 75 % investis dans l'outil de travail) ;

- dans les mêmes circonstances, si l'entreprise est cotée et connaît des difficultés, la baisse du cours pourra faire passer l'outil de travail en dessous de 75 % du patrimoine de l'entrepreneur, alors assujéti à l'ISF ;

- enfin la règle du « plafonnement du plafonnement » de l'impôt global peut conduire à l'aberration de niveaux d'imposition supérieurs au revenu courant (ISF et impôt sur le revenu).

Ces différents défauts du système d'imposition actuel militent dans le sens d'un abaissement des taux d'imposition et dans la refonte de l'assiette.

5.2.2.4. Des cotisations sociales très élevées

En Europe, le choix d'un niveau élevé de protection sociale financée par des cotisations s'est globalement traduit par un niveau élevé du poids des cotisations sociales (employeurs et salariés) dans le PIB. Le poids des charges sociales portant sur les salaires est beaucoup plus élevé en Europe (11,4 % du PIB pour la moyenne européenne) qu'aux Etats-Unis (7.1 % du PIB) et qu'au Japon (10.3 % du PIB). La France et les Pays-Bas sont les pays d'Europe dont le poids des cotisations sociales dans le PIB est de loin le plus élevé (16,3 % du PIB).

Cotisations sociales en % du PIB

	1965	1975	1 985	1995	2001
Etats-Unis	3,3	5,5	6,6	6,9	7,1
Japon	4,0	6,2	8,2	10,0	10,3
UE 15	6,3	8,9	10,8	11,6	11,4
France	11,8	14,6	19,0	18,7	16,3
Suède	4,2	8,0	11,7	13,4	15,3
Allemagne	8,5	11,1	12,5	14,9	14,6
Belgique	9,8	12,1	14,4	14,7	14,4
Pays-Bas	10,1	16,0	18,9	17,6	14,2
Espagne	4,2	8,9	11,5	11,9	12,6
Finlande	2,1	5,5	7,0	12,4	12,4
Italie	8,7	12,0	11,9	13,0	12,2
Luxembourg	8,9	11,0	11,8	11,2	11,2
Norvège	3,5	9,8	8,9	9,7	8,9
Suisse	4,4	8,0	6,0	7,7	7,8
Royaume-Uni	4,7	6,2	6,7	6,1	6,3
Irlande	1,6	4,0	5,2	4,7	4,4
Danemark	1,6	0,5	1,7	1,5	2,2
OCDE Total	4,7	6,8	7,8	9,2	9,4

Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2002

Malgré la baisse récente des cotisations de sécurité sociale (compensée par la CSG), la France reste toujours dans une position atypique par rapport aux autres pays européens. Les autres pays européens présentent en règle générale des taux de cotisations sociales rapportées au PIB compris entre 10 et 15 %, le Royaume-Uni, le Portugal et le Danemark se distinguant par un poids beaucoup plus faible.

5.2.2.5. ...et des recettes de l'impôt sur le revenu relativement faibles

Bien que l'impôt sur le revenu ne concerne pas directement la compétitivité des entreprises, il importe de mentionner cet impôt pour apprécier l'équilibre d'ensemble. Par ailleurs, le rapport Charzat sur l'attractivité de la France a montré que l'imposition du revenu des personnes à haut potentiel, et en particulier celle des expatriés, pouvait être un déterminant défavorable dans les décisions d'implantation ou de maintien des sièges sociaux, activités financières ou centres de recherche en France.

Tableau
Impôts sur le revenu des personnes en % du PIB

	1965	1975	1985	1995	2001
Etats-Unis	7,8	9,3	9,9	10,0	12,2
Japon	4,0	5,1	6,7	5,9	5,5
Union européenne à 15	7,2	10,3	11,3	10,8	10,8
Danemark	12,4	22,4	23,9	26,7	26,3
Suède	17,1	18,9	18,2	16,2	16,4
Belgique	6,4	13,1	16,3	14,3	14,5
Finlande	10,1	16,2	16,6	16,2	14,1
Royaume-Uni	10,1	14,1	9,8	9,4	11,3
Italie	2,8	4,0	9,2	10,7	10,9
Norvège	11,7	12,4	9,7	10,7	10,5
Allemagne	8,2	9,8	9,8	10,5	10,0
Suisse	6,1	10,1	10,4	10,4	9,8
Irlande	4,2	7,3	11,0	10,1	8,9
France	3,7	3,8	5,0	5,0	8,0
Luxembourg	6,9	10,3	11,5	9,2	7,2
Espagne	2,1	2,7	5,5	7,7	6,9
Pays-Bas	9,1	11,3	8,3	7,9	6,5
OCDE Total	7,0	9,7	10,5	10,0	10,0

Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2002

En France, les recettes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques au sens des comptes nationaux (qui incluent les recettes de CSG) représentaient 8,0 % du PIB en 2001. Seuls la Grèce, le Portugal, les Pays-Bas et l'Espagne ont des poids de l'impôt sur le revenu dans le PIB inférieurs à celui de la France. La moyenne du poids des impôts sur le revenu pour l'ensemble de l'Union européenne s'établit à 10,8 % en 2001.

La fiscalité française semble donc de ce point de vue assez atypique en Europe avec un poids très élevé des charges sociales et comparativement un poids relativement faible de l'impôt sur le revenu. On sait que la faiblesse des recettes d'impôt sur le revenu tient à l'exiguïté de la base (nombre relativement faible des personnes assujetties), les taux d'imposition marginaux supérieurs étant en revanche très élevés.

5.2.2.6. Au total, le poids moyen de l'ensemble des impôts et charges sur les personnes est élevé en France

Au total, en additionnant le poids moyen des charges sociales, des impôts sur les salaires et de l'impôt sur le revenu, l'ensemble des charges sociales et des impôts sur les personnes représente 25,3 % du PIB en France, soit sensiblement plus que la moyenne européenne (22,6 % pour la moyenne de l'Union). Ce taux moyen est un peu supérieur à celui que l'on peut observer en Allemagne (24,6 % du PIB). Il est globalement beaucoup plus élevé en Europe (22,6 %) qu'aux Etats-Unis (19,3) et au Japon (15,8). Le Royaume-Uni se distingue avec un poids de ces recettes sociales et fiscales relativement faible (17,6 %), proche de ceux observés aux Etats-Unis et au Japon.

**Cotisations sociales, impôts sur le revenu et impôts sur les salaires
 en % du PIB**

	1965	1975	1985	1995	2001
Etats-Unis	11,1	14,8	16,5	16,9	19,3
Japon	8,0	11,3	14,9	15,9	15,8
Union européenne à 15	13,9	19,7	22,6	22,8	22,6
Suède	21,3	28,7	31,6	30,6	33,8
Belgique	16,2	25,2	30,7	29,0	28,9
Danemark	14,0	22,9	25,9	28,4	28,8
Finlande	13,8	22,6	23,8	28,6	26,5
France	17,1	19,1	24,9	24,8	25,3
Allemagne	16,9	21,2	22,3	25,4	24,6
Italie	11,5	16,0	21,3	23,8	23,1
Pays-Bas	19,2	27,3	27,2	25,5	20,7
Espagne	6,3	11,6	17,0	19,6	19,5
Norvège	15,2	22,2	18,6	20,4	19,4
Luxembourg	16,1	21,7	23,5	20,4	18,4
Suisse	10,5	18,1	16,4	18,1	17,6
Royaume-Uni	14,8	20,3	16,5	15,5	17,6
Irlande	5,8	11,3	17,0	15,2	13,3
OCDE Total	12,0	16,9	18,7	19,5	19,8

Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2002

5.2.2.7. Une surfiscalité pénalisante sur les travailleurs du secteur financier

La taxe sur les salaires a été créée au moment de la généralisation de la TVA, en 1968, pour taxer les organismes exonérés de la TVA (ou faiblement soumis à cette taxe). Les branches redevables de cette taxe sont essentiellement les banques, les assurances, le secteur médico-social et les associations.

Elle s'applique aux salaires payés par l'entreprise quel que soit leur montant. Le taux de cette taxe est très élevé. Il est de 13,6 % sur la tranche de salaire allant au-delà de 12 726 euros par an et comporte des taux à 4,25 % (en deçà de 6 369 euros) et de 8,5 % (entre 6 369 et 12 726 euros).

Compte tenu de son taux très élevé, le rendement de cette taxe a fortement augmenté et représente (en 2001) 7,84 milliards d'euros dont 4,3 milliards pour les seuls secteurs financiers. Il est en hausse de 50 % sur dix ans. Cet impôt représente 5,1 % de la valeur ajoutée ou

8,2 % de la masse salariale des secteurs concernés. Cet impôt constitue donc une charge très importante pour ces entreprises.

Aucun autre pays ne possède une taxe comparable. Cet impôt, assis sur les salaires, est particulièrement défavorable à l'emploi et représente un surcoût salarial de 5,4 % au niveau d'un salarié rémunéré au SMIC.

5.2.2.8. Des taux marginaux maximaux très élevés

Développer et attirer des gens très qualifiés demande également de se préoccuper des conditions financières. Dans le jargon des économistes, ce qui compte avant tout, ce sont les taux marginaux réels de prélèvements sur les hauts revenus. Or, le cas de la France est unique en Europe.

Les prélèvements marginaux maximaux

	Taux marginal maximal sur les revenus salariaux		Augmentation marginale du coût du travail par revenu net marginal*
	Impôt local et national	Cotisations effectives	
France (finances)	55	35,6	3,0
France	55	22	2,7
Finlande	55,6	4,7	2,4
Suède	56	5	2,4
Pays-Bas	52	5	2,2
Allemagne	48,5	5	2,0
Royaume-Uni	40	8,3	1,8
Etats-Unis	39,1	8	1,8

* : Ces chiffres signifient par exemple que pour verser 1 euros de revenu net de prélèvements (au-delà d'un seuil de l'ordre de 50 000 euros par an), le coût pour l'employeur augmente de 3 euros dans le secteur financier en France et de 1,8 euros au Royaume-Uni.

Note : Les taux marginaux supérieurs de cotisations sont obligatoires en France et en Finlande. Ils sont implicites et correspondent aux versements aux régimes privés de retraites dans les autres pays.

Comme il est vient d'être rappelé (voir aussi le rapport du Conseil d'Analyse Economique sur *la compétitivité* (2003), la France ne se distingue pas par une pression fiscale *stricto sensu* complètement atypique. La seule fiscalité (impôt sur le revenu des personnes physiques + contribution sociale généralisée + contribution pour le remboursement de la dette sociale) sur les revenus est relativement proche de la moyenne européenne jusqu'à 180 000 euros par an de revenu brut imposable pour un célibataire. En revanche, au-delà, l'existence de taux marginaux d'imposition élevés est

pénalisante pour attirer et retenir en France des talents. Le taux maximal de l'impôt sur le revenu des personnes physiques est tombé pour 2003 à 49,6. Si l'on y a ajouté la contribution sociale généralisée et la contribution pour le remboursement de la dette sociale, le taux marginal d'imposition maximal est d'environ 55 %. Ce taux est à rapprocher des taux existants dans les principaux pays développés. Le taux marginal maximal est de 52 % aux Pays-Bas, 48,5 % en Allemagne, 40 % au Royaume Uni, 39,1 % aux Etats-Unis. La Suède et la Finlande ont des taux marginaux supérieurs de l'ordre de 55 %. En termes des seuls taux marginaux fiscaux maximaux, la France serait légèrement au dessus de la moyenne européenne. Mais c'est sans compter les cotisations sociales.

Les régimes obligatoires de couverture sociale peuvent être plus ou moins étendus selon les pays. Dans de nombreux pays, ces régimes ne sont pas forcément obligatoires, mais représentent des coûts « annexes » supportés par les entreprises, comme aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Ils doivent donc être pris en compte dans les comparaisons avec la France. Or, même en intégrant ces cotisations sociales implicites, il existe une véritable spécificité française. En effet, on observe que les cotisations sociales effectives en matière de santé et d'assurance chômage, qu'elles soient obligatoires ou implicites, sont en général forfaitaires (cas d'une mutuelle) ou, lorsqu'elles sont proportionnelles au revenu, plafonnées. Une mutuelle peut coûter cher au Royaume-Uni (jusqu'à 3 000 livres par an) mais ce montant n'augmente pas avec le revenu. Le coût marginal de la santé en fonction du revenu est nul. Ce n'est pas le cas en France où 13,55 % du revenu brut est versé au caisses d'assurance maladie quelque soit le niveau de revenu. Ce que l'on observe à l'étranger, c'est que seules les cotisations aux régimes de retraites (privés ou non) ont pour assiette l'ensemble des revenus. Le taux supérieur marginal de cotisation est donc en général compris entre 5 et 8 % à l'étranger. En France, le total des cotisations sociales non plafonnées dépasse 23 % du revenu brut, ce qui crée un différentiel important vis-à-vis de nos concurrents. Ce poids des cotisations est encore plus lourd pour les activités financières en France qui doivent supporter la taxe sur les salaires à hauteur de 13,6 % du salaire brut.

Au total, si l'on compare taux de prélèvements socio-fiscaux marginaux maximaux par rapport à la Finlande ou à la Suède, il y a un différentiel de plus de 15 % en défaveur de la France. Si l'on prend le cas des activités financières et des hauts niveaux de rémunérations, pour octroyer 1 euro supplémentaire de revenu net de prélèvements, cela coûte au total à une entreprise britannique 1,8 euros contre 3 euros en France, soit un différentiel de près de 70 % en défaveur de la France. De tels taux sont totalement dissuasifs à des niveaux élevés de rémunérations (plus de 150 000 euros par an) et sont de nature à

conduire à des délocalisations. Un plafonnement des cotisations de sécurité sociale à ces niveaux de revenu aurait, compte tenu du nombre de personnes concernées (de l'ordre de 30 000), un coût *ex ante* de l'ordre de quatre à cinq cents millions d'euros pour les comptes sociaux. Mais si l'on considère que de telles mesures permettraient de conserver sur le territoire une assiette fiscale considérable, celle d'activités à haut contenu de compétences, alors le tabou selon lequel il ne faudrait pas baisser l'imposition des hauts revenus mérite certainement d'être levé.

Conclusions : une fiscalité très pénalisante

La mondialisation a deux conséquences différentes pour des nations comme la nôtre. D'une part elle entraîne, avec l'émergence de nouveaux acteurs mondiaux, une concurrence plus forte par les coûts. D'autre part, elle renforce la concurrence pour le développement d'activités fondées sur la connaissance et la compétence, qui impliquent une forte différenciation des produits ou des services rendus aux clients.

La mondialisation entraîne une concurrence plus forte par les coûts. La conséquence est la « délocalisation » ou localisation directe dans d'autres pays d'industries ne nécessitant qu'une qualification faible ou moyenne et plus récemment, de certains services grâce au développement des technologies de l'information. Le débat sur le thème de l'attractivité de la France est souvent obscurci par le fait qu'il reste trop global. Il faut se rendre à l'évidence : dans la division internationale du travail, les activités fondées sur des processus déjà éprouvés, employant de la main d'œuvre peu qualifiée iront de plus en plus dans les pays émergents d'Asie ou d'Europe de l'Est. On constate ces mouvements d'ores et déjà dans les activités financières avec la délocalisation de certaines unités comme les *back-office*, la comptabilité ou les centres d'appels.

La mondialisation entraîne aussi une concurrence nouvelle pour le développement d'activités fondées sur la connaissance et le savoir. Ces activités permettent dans une certaine mesure d'éviter une concurrence par les coûts, et elles ont une grande puissance d'entraînement. Elles emploient des professionnels très qualifiés, qui constituent des talents rares au niveau international. C'est sur ces biens et services que les pays les plus développés disposent d'un avantage comparatif lié à leur capital humain et à leur potentiel d'enseignement supérieur et de recherche et développement. Les places financières n'échappent pas à cette logique et leur « qualité globale » comme la cohérence des métiers qui la composent devient un facteur d'attractivité majeur.

Cette analyse désigne clairement les deux terrains sur lesquels la place financière de Paris doit renforcer sa compétitivité. Le terrain des coûts qui recouvrent le coût du travail et les coûts fiscaux et sociaux, et le terrain de la différenciation des services et de la compétence des hommes.

Or, quasiment toutes les comparaisons de coût sont particulièrement défavorables à la France. En matière de prélèvements obligatoires, La France se situe au-dessus de la moyenne européenne avec un taux de 44.2 % de prélèvements obligatoires en 2002, soit près de 4 points de plus que la moyenne européenne. En Allemagne et au Royaume-Uni, le taux de prélèvement est inférieur à 36 %.

Concernant les entreprises et la taxation de leurs bénéficiaires, et indépendamment des questions posées par la taxe professionnelle, la situation française en matière d'impôt sur les sociétés (IS) est très mauvaise, en bas du classement des pays européens. La fiscalité n'est peut-être pas le déterminant principal de l'investissement direct (il y a aussi la localisation au sein du marché européen, les infrastructures, etc...), mais elle joue un rôle significatif, rôle qui est d'autant plus fort que les unités de production sont mobiles. Des écarts de fiscalité peuvent donc infléchir à la marge une décision de délocalisation et initier ainsi un phénomène cumulatif de concentration de l'activité dans ou hors du territoire national.

Comme le mentionne le rapport du Conseil d'Analyse Economique sur la compétitivité (2003), une baisse du taux d'IS permettant de revenir dans la fourchette européenne devrait être envisagée. Elle devrait pour cela s'inscrire dans la durée, impliquant un respect des engagements, car un investissement est décidé pour plusieurs années.

Le choix de localisation dépend également des conditions de travail et plus généralement d'existence. Il dépend également du niveau de vie. Les conditions financières, la fiscalité, le niveau des loyers, les facilités familiales (scolarisation des enfants dans leur langue maternelle) et de soins (équipements de santé) sont autant de paramètres qui jouent sur l'attractivité d'un territoire. Pour de nombreux groupes étrangers, l'offre des écoles ou des lycées internationaux ou la qualité de l'accueil des étrangers (surtout non européens), qui sont soumis à des tracasseries administratives qui peuvent rebuter certains, sont jugées insuffisantes. De même, l'usage exclusif du français dans l'entreprise peut être un obstacle à l'insertion réussie de cadres étrangers.

Par rapport à d'autres grandes villes européennes comme Francfort, Paris bénéficie toutefois d'atouts non négligeables. Tout le monde s'accorde à reconnaître l'excellence de la gastronomie

française, la variété des paysages et la beauté des sites, la qualité des prestations culturelles, etc,

Il faut également qu'il existe des perspectives de carrière. Un milieu de travail suffisamment large peut autoriser un redéploiement de la carrière. C'est un avantage de Londres sur Paris dans beaucoup de métiers financiers. De nombreux recruteurs mentionnent que toutes les entreprises de la Place de Paris n'ouvrent pas facilement leur état-major aux cadres étrangers, qui sont de fait souvent réduits à un statut de « mercenaire ». Mais ceci dépend de l'histoire et de la culture des firmes.

Les contraintes relatives aux 35 heures sont particulièrement ressenties dans les activités réunies au sein de la place financière qui nécessitent habituellement une grande disponibilité et de nombreux contacts internationaux. En 2002, le nombre de jours travaillés s'élevait à 212 en France, soit 18 jours de moins qu'au Royaume-Uni, 8 de moins qu'en Allemagne et 30 jours de moins qu'aux Etats-Unis. Ces différences de durée de travail sont sans doute contrebalancées par des différences de salaires, mais les entreprises françaises du secteur estiment que de telles différences créent des problèmes d'organisation entre secteurs amenés à collaborer sur les marchés financiers internationaux.

L'impôt de solidarité sur la fortune, qui est exigé des étrangers qui ont séjourné plus de cinq ans en France peut devenir un problème pour des chefs d'entreprise ou des financiers, d'autant plus que les biens situés à l'étranger sont aussi frappés. Les différents défauts du système d'imposition actuel de l'ISF militent dans le sens d'un abaissement des taux d'imposition et dans la refonte de l'assiette.

La fiscalité française des personnes est atypique en Europe, avec un poids très élevé des charges sociales et comparativement un poids relativement faible de l'impôt sur le revenu. On sait que la faiblesse des recettes d'impôt sur le revenu tient à l'exiguïté de la base (nombre relativement faible des personnes assujetties), les taux d'imposition marginaux supérieurs étant en revanche très élevés.

Ainsi, si l'on prend le cas des activités financières et des hauts niveaux de rémunérations, pour octroyer 1 euro supplémentaire de revenu net de prélèvements, cela coûte au total à une entreprise britannique 1,8 euros contre 3 euros en France, soit un différentiel de près de 70 % en défaveur de la France. De tels taux sont totalement dissuasifs à des niveaux élevés de rémunérations (plus de 150 000 euros par an) et sont de nature à conduire à des délocalisations. Un plafonnement des cotisations de sécurité sociale à ces niveaux de revenu aurait, compte tenu du nombre de personnes concernées (de

l'ordre de 30 000), un coût *ex ante* de l'ordre de quatre à cinq cents millions d'euros pour les comptes sociaux. Mais si l'on considère que de telles mesures permettraient de conserver sur le territoire une assiette fiscale considérable, celle d'activités à haut contenu de compétences, alors le tabou selon lequel il ne faudrait pas baisser l'imposition des hauts revenus mérite certainement d'être levé.

Cette étude a été réalisée par Michel DIDIER, membre du Cercle des Economistes, professeur au Conservatoire National des Arts et Métiers, et Michel MARTINEZ, responsable du Département des études et recherches de Rexecode, dans le cadre des travaux conjoints entre Paris EUROPLACE et le Cercle des Economistes.