

# DYNAMIQUE DU MARCHÉ DES SERVICES FINANCIERS ET STRATÉGIE DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

LES ANNÉES 1990

CHRISTIAN DE BOISSIEU,

PROFESSEUR A L'UNIVERSITÉ DE PARIS I

531

L'objet de cet article est d'aborder les principaux aspects de l'évolution du marché des services financiers et d'analyser dans ce cadre, marqué en particulier par les progrès de l'intégration européenne, les stratégies des institutions financières, spécialement des banques. Il faut partir d'un constat : les mutations structurelles intervenues depuis quelques années sont largement irréversibles. J'en veux pour preuve le fait que ces mutations financières ont résisté, pour la plupart d'entre elles, à un choc aussi important que le krach boursier d'octobre 1987. Après le choc boursier de 1987, certains phénomènes de tassement sont intervenus. Il y a eu ainsi un certain freinage au processus de désintermédiation et de titrisation. Mais, quelques mois après le choc boursier, les évolutions antérieures ont repris. Ce que l'on appelle, d'un terme un peu vague et multidimensionnel, la mutation financière - qui inclut la déréglementation, la désintermédiation, la titrisation, la globalisation, l'innovation financière -, est largement irréversible. Cette mutation devrait, sauf choc majeur, résister aux secousses qui peuvent encore intervenir sur les marchés financiers.

*Prospectives de l'innovation financière  
pour les années 90*

Il est clair qu'un processus comme la titrisation des créances, déjà largement

développé dans les pays anglo-saxons, ne fait que commencer dans un pays comme la France et va forcément apparaître dans les pays qui ne le pratiquent pas encore. Il va se répandre, parce que, compte tenu de la concurrence européenne et de la contrainte de compétitivité externe des systèmes financiers, ceux qui ne connaissent pas encore la titrisation au plan domestique vont, en quelque sorte, être obligés de suivre ceux qui ont montré la voie dans ce domaine.

On peut à partir de là aborder les axes possibles de l'innovation financière à l'horizon de quelques années. Il faut ici opérer un clivage entre les innovations technologiques et les innovations de produits.

Du côté des technologies de paiement, mon sentiment est qu'il y a encore aujourd'hui un assez grand gisement d'innovations technologiques dans le domaine des moyens de règlements, et que les innovations qui vont intervenir d'ici cinq ans vont prolonger ce que l'on voit apparaître depuis quelques années, dans le sens de la décentralisation des règlements (extrapolation des formules du type de la banque à domicile, etc.) accompagnée, de manière nécessaire, par une extension des procédures de compensation ("clearing"). C'est ce couple "décentralisation/compensation" qui anime la logique des systèmes de paiement.

532

Donc, il n'y a pas de raison de s'attendre à une pause technologique à l'horizon des cinq prochaines années. Le paysage est un peu différent en matière de nouveaux produits. Ici, un clivage entre deux types de système financier s'impose :

Ceux qui ont été les leaders - au sens chronologique du terme, en tout cas - dans le développement de l'innovation financière, essentiellement les pays anglo-saxons. Ces pays connaissent depuis quelques années (depuis 1983 aux Etats-Unis), une phase de "digestion" de l'innovation tenant au fait que les systèmes financiers en cause ont incorporé, sur d'assez courtes périodes, une très grande diversité de nouveaux instruments. Dans ce contexte, les composantes élémentaires de l'innovation sont déjà présentes et les nouveaux instruments sont souvent des gadgets dérivés ou construits à partir de ces composantes élémentaires que sont les taux variables, les contrats à terme, les options, etc.

Dans les systèmes financiers qui ont été un peu "en retard" - sans jugement de valeur, car il est parfois préférable de l'être -, dans les quatre ou cinq ans qui viennent, des innovations financières de mise à niveau vont se développer pour renforcer la compétitivité externe des systèmes bancaires et financiers nationaux. Un exemple très concret : l'accélération du processus d'innovation financière en Allemagne fédérale depuis 1988 relève de ce processus de mise à niveau. Aujourd'hui, compte tenu de la contrainte européenne et

de la concurrence entre places, les réticences initiales doivent céder. Le tableau suivant permet de résumer les conclusions précédentes.

	Innovations de processus	Innovations de produit
Pays leaders	pas de pause	“ digestion ”
Pays suiveurs	pas de pause	rattrapage

Il ne faudrait pas oublier les innovations financières de “ contournement ”, celles qui découlent des réglementations. A ce sujet, il est clair que les années 90 vont être celles du contrôle prudentiel des institutions financières et des activités de marché. Un contrôle prudentiel qui va se renforcer et se diversifier. Ce renforcement a commencé avec la mise en place, entre autres mesures, d'un nouveau ratio de fonds propres (ratio Cooke et son équivalent dans le cadre de la CEE). Il va se poursuivre avec des dispositions concertées à Bâle (BRI) et à Bruxelles relatives aux risques de marché des banques (risques de taux d'intérêt, de taux de change, risque sur le portefeuille d'actions...). Dans le choix de cette nouvelle batterie de ratios, les autorités doivent naviguer au mieux entre l'écueil de la “ surdétermination ” (excès de ratios, en partie contradictoires entre eux) et le danger de la sous-détermination ” dans un monde de grande fragilité financière et bancaire. Elles ne pourront pas empêcher que continue la dialectique réglementation/innovation financière qui rythme l'histoire des systèmes financiers : de même que de nombreuses innovations financières dans les années 70 et 80 ont visé à contourner les réglementations sur les taux d'intérêt créditeurs, de même, dans le nouveau paysage né du double mouvement de déréglementation et de reréglementation, certaines innovations financières des années 1990 vont naître de la volonté de contourner les nouveaux ratios prudentiels.

533

*L'équilibre sur le marché  
des produits et services financiers*

Le marché des produits et services financiers trouve son identité du côté de l'offre dans le mouvement quasi-général de diversification (dont le concept de “ bancassurance ” n'est que l'une des manifestations, parmi beaucoup d'autres), du côté de la demande dans le degré croissant de substitution entre les services rendus par les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés de Bourse, etc.

Comment va se poser le problème de l'équilibre ou du déséquilibre sur le marché des produits et services financiers ? On a aujourd'hui le sentiment que ce marché se banalise. A la fois dans son fonctionnement et dans la manière dont on analyse ce fonctionnement, ce marché est comparé de plus en plus à des marchés d'actifs non financiers. Un point reste fondamental : la monnaie est un bien collectif ; la confiance dans la monnaie et dans le système financier est également un bien collectif justifiant, d'une manière ou d'une autre, l'intervention des pouvoirs publics. Ces traits distinctifs se maintiendront, quelles que soient les évolutions technologiques et quelle que soit la configuration du marché des produits et des services financiers.

Mais il est clair qu'il y a un très net mouvement de banalisation, ce qui incite les uns et les autres à raisonner aujourd'hui en termes d'économie industrielle.

Il faut s'attendre à la fois à une diversification et à une multiplication de l'offre de services financiers dans les années qui viennent, pour deux raisons qui vont se conjuguer.

La première raison, c'est l'ouverture des frontières. La trilogie européenne (droit d'établissement, libre prestation de services financiers et libre circulation des capitaux), va accroître l'offre potentielle de services. L'ouverture européenne est forcément une ouverture libérale, et l'évolution des négociations sur les conditions de réciprocité vis-à-vis du Japon et des Etats-Unis l'a bien montré.

La deuxième raison tient à la pénétration de nouveaux acteurs sur le marché des services financiers. Parmi ces nouveaux acteurs figurent en particulier les entreprises de la grande distribution. Cette entrée n'en est qu'à ses débuts. On ne voit pas à l'horizon de trois ou quatre ans, de raisons pour lesquelles, tant que subsistent au moins sur certains créneaux des gisements de profitabilité, les entreprises de la grande distribution, qui sont venues écrémer cette profitabilité sur ces segments, s'en retireraient. Au contraire, le flux est encore rampant et il risque de s'accélérer dans le contexte européen.

Face à cette offre en progression rapide, comment risque d'évoluer la demande ?

Il faut ici raisonner sur l'évolution des " matières premières " de la demande de produits financiers, à savoir l'épargne et le crédit. Il y a forcément un débat sur l'évolution du taux d'épargne des ménages dans les grands pays à l'horizon de cinq ans, mais aussi sur l'évolution du taux d'épargne des entreprises.

Le redéploiement de l'épargne privée, que l'on a vu apparaître en France jusqu'en 1989, au profit des entreprises et au détriment des ménages, n'a pas, dans un pays comme la France, modifié beaucoup le taux d'épargne privée. Mais il a des conséquences très importantes sur le fonctionnement du système financier et sur les conditions d'équilibre entre l'offre et la demande, parce

que les entreprises ne demandent pas les mêmes services financiers que les ménages. Et se profile ici un clivage, classique mais fondamental, entre le " marché de détail " et le " marché de gros " qui est appelé à rester très important dans les années qui viennent.

Que dire aujourd'hui de la thèse de la surcapacité sur le marché des produits et des services financiers ? On dispose de peu d'indicateurs pour faire le diagnostic de la surcapacité. On est tenté de surveiller l'évolution des marges et de prétendre que la baisse des marges, à la fois sur les activités bancaires traditionnelles et sur les nouvelles activités du marché, est bien l'indication d'une concurrence renforcée et le signe d'un début de surcapacité. Il faudrait en fait aller au-delà, parce que, si les marges peuvent donner certaines informations, elles doivent être complétées par une batterie d'indicateurs. Le tassement des marges bancaires n'est pas en soi la preuve indiscutable d'une surcapacité, c'est-à-dire d'un excès significatif et durable de l'offre sur la demande. Il n'en est au mieux qu'un indice, à rapprocher d'autres informations, car il tient à d'autres facteurs qui se déploient en France comme dans les autres pays de l'OCDE : l'augmentation du coût des ressources des banques (sous l'effet conjugué de l'innovation financière et de la déréglementation), associée à une proportion croissante de ressources à taux de marché ; la montée des risques domestiques et des provisions correspondantes.

535

Pour l'instant, les dangers de surcapacité sont plus sectoriels que globaux. Il y a, du fait de l'accélération de la désintermédiation dans tous les pays, de la surcapacité pour certains aspects traditionnels de l'activité d'intermédiation bancaire.

Au-delà des problèmes de diagnostic et de localisation des phénomènes de surcapacité, se pose aussi la question suivante : comment des institutions financières confrontées à des phénomènes de surcapacité vont-elles réagir ? Quelle sera la vitesse d'ajustement des producteurs de produits et de services financiers ?

La tendance irréversible à la globalisation, encore plus rapide dans le secteur financier que dans le domaine de la sphère de la production et des échanges, ne doit pas masquer la persistance de certaines forces jouant dans le sens du cloisonnement des marchés et de la segmentation de la clientèle. On peut citer trois exemples :

- Les barrières à l'entrée : subsistent aujourd'hui sur certains marchés des barrières à l'entrée très importantes en matière de fusions et d'acquisitions. L'exemple allemand est toujours évoqué à ce sujet, mais il n'est pas le seul à devoir être considéré. L'hétérogénéité dans le degré d'ouverture à des opérations de fusion et d'acquisition devra se réduire si l'Europe a un sens.

- Le cloisonnement entre les marchés. Le clivage entre le " marché de détail "

et le " marché de gros " va perdurer et continuer à être un clivage important dans l'approche de la clientèle. Le *wholesale market* était déjà global avant même la réalisation de l'Europe financière. Donc, il n'est que modérément concerné par sa mise en œuvre. Cette Europe financière va permettre à une partie du *retail market* de bénéficier des nouvelles conditions de concurrence et d'ouverture. Concrètement, les PME et les particuliers les mieux lotis et les mieux avertis devraient profiter de la mise en application de la liberté d'établissement et de la libre prestation de services.

Le *retail market* risque de rester en partie fragmenté, malgré l'ouverture des frontières et la globalisation. Il pourrait rester fragmenté pour cette fraction de la clientèle de particuliers, à revenu (ou patrimoine) moyen ou faible et spécialement sensibles à l'argument des services de proximité dans le nouveau contexte. On rejoint ici des problèmes de monopoles locaux. Plus les financements sont globaux, plus le service de proximité risque d'être valorisé par certains segments de la clientèle.

La question de l'importance des services de proximité dans le contexte des années 90 pose non seulement des problèmes de préférence culturelle (préférence de place), mais aussi des problèmes d'habitat préféré. Les services de proximité vont continuer à être un argument important sur certains segments de la clientèle de " détail ", à condition que les écarts de taux d'intérêt, de fiscalité, etc., ne dépassent pas un certain seuil à partir duquel l'argument de la proximité, géographique mais surtout relationnelle, deviendrait secondaire.

Donc, il y a des phénomènes d'inertie jusqu'à un certain seuil de différence de traitement. Et toute la difficulté de l'exercice, à la fois pour les autorités monétaires et pour les producteurs et distributeurs de services financiers, c'est d'essayer de tester les seuils à partir desquels on risque de s'exposer à des phénomènes de délocalisation.

- Le problème des " paquets ". Si des années quatre-vingt ont été largement les années du *packaging* dans le domaine financier, les années quatre-vingt-dix risquent d'être, pour certains segments de la clientèle, les années du *depac-kaging*. Pour qu'un paquet soit viable dans le nouveau contexte concurrentiel, il faudra qu'il contienne des éléments compétitifs sur chacune de ses composantes. Sans cela, la clientèle mieux informée même si elle n'a pas pour livre de chevet la *Revue Economique* ou la *Revue d'Economie Financière*, même si elle n'a pas une formation économique et financière très poussée, aura quand même une proportion croissante de son courrier constitué par des dépliants et de la publicité financière. Pour un certain segment de la clientèle, il y a risque d'éclatement des paquets.

*Les stratégies des intermédiaires  
financiers pour les années 90*

Les études empiriques sur le cas français confirment les conclusions obtenues pour la plupart des pays étrangers : globalement considérée, l'activité bancaire est peu soumise au phénomène de rendements croissants. Des économies d'échelle existent dans certains aspects de la production bancaire (l'informatique, le marketing direct, l'organisation et le fonctionnement des salles de marché), mais elles sont compensées par d'autres composantes à rendements décroissants.

*La question de la taille critique*

Ainsi, l'accélération des concentrations bancaires, adossée à des opérations de croissance externe (fusions, acquisitions, OPA...) et plus ou moins marquée selon les pays (rapide au Danemark ou aux Pays-Bas ; significative aux Etats-Unis et s'accroissant nettement depuis quelques mois ; plus modique en France) doit être interprétée plus comme une réponse à une concurrence exacerbée et au risque de surcapacité, que comme la volonté d'exploiter un " gisement " d'économies d'échelle.

537

La concentration accrue témoigne en effet de la volonté de réduire le nombre de producteurs - une réduction obtenue soit par des faillites ouvertes soit par des faillites cachées derrière des opérations de restructuration - et de compenser par le volume le tassement des marges unitaires. Elle va à nouveau soulever la question du délicat équilibre entre deux exigences quelque peu contradictoires, la recherche de la compétitivité externe (qui pousse à la constitution d'unités de grande dimension) et le respect du droit de la concurrence et de la protection des consommateurs (jouant dans l'autre sens). Un droit de la concurrence qui dans la CEE va sans doute devenir de plus en plus exigeant au fur et à mesure que le grand marché intérieur se réalise.

Quoi qu'il en soit, le mouvement de concentration bancaire va sans doute se poursuivre en Europe pendant deux ou trois ans - sans parler des Etats-Unis où les perspectives dépendront en grande partie des conditions d'adoption de la réforme bancaire - correspondant à la phase I de restructuration sur le marché des services bancaires et financiers. Dans une phase II qui pourrait s'amorcer au milieu des années 90, certains excès de la phase I en matière de taille seraient corrigés, et pour certains des métiers bancaires, les vertus des petites et moyennes entreprises pourraient être soulignées. La spécificité française en matière de financement des opérations de croissance externe, liée aux contraintes financières pesant sur les banques nationalisées, vient d'être considérablement assou-

plie avec l'abandon officiel de la doctrine du " *ni-ni* ". Elle va sans doute complètement disparaître dans le contexte des années 90.

#### *Le débat diversification-spécialisation*

Le mouvement actuel de diversification des activités financières est doublement général : il concerne l'ensemble des institutions financières (et même au-delà avec l'entrée des entreprises de la grande distribution) et il intervient dans la plupart des pays.

En termes économiques, ce mouvement trouve sa justification dans la volonté d'exploiter des " économies de gamme " : l'extension de la gamme des services offerts permet d'étaler les coûts fixes et d'en vendre certains au " coût marginal ". Les études empiriques effectuées en France comme à l'étranger confirment la présence d'économies de gamme pour de vastes pans de l'activité bancaire.

Il y aura en matière de diversification le même risque de " surréaction " que celui déjà évoqué à propos des effets de taille : après une première phase d'intense diversification susceptible de se prolonger encore deux à trois ans, devrait intervenir une seconde phase avec correction de certains excès et retour de certains organismes financiers vers leurs " niches " (c'est-à-dire leurs avantages comparatifs). Au milieu des années 90, le système bancaire français, comme les systèmes étrangers, pourrait se présenter comme suit : des entités de grande taille, " multispécialisées " (compétitives sur plusieurs créneaux mais pas sur l'ensemble de la gamme), nouant des relations de sous-traitance avec des unités plus petites et plus spécialisées.

La diversification constitue un défi non seulement pour les organismes qui la mettent en œuvre (et leur personnel), mais aussi pour les autorités de tutelle car le contrôle des institutions doit être de plus en plus complété par le délicat contrôle des activités. Un exemple choisi parmi d'autres : l'essor de la bancassurance appelle, en France, une meilleure coordination entre la loi bancaire et le code des assurances, et entre les organismes dotés dans chaque secteur des pouvoirs de contrôle et de réglementation. En pratique, il est très difficile de mettre en œuvre un contrôle fonctionnel. C'est pourquoi, malgré des aménagements, le contrôle institutionnel reste prédominant.

#### *L'essor du partenariat financier*

Le partenariat financier est un concept à la mode, mais assez ambigu puisqu'il recouvre tout un spectre de formules de coopération entre des institutions financières, allant des " clubs " bancaires mis en place dans les années 60 (et pour

certain réactivés dans la période récente) à des accords beaucoup plus ambitieux entre réseaux. Le partenariat peut mettre en relation des producteurs de services financiers, des distributeurs ou bien des producteurs et des distributeurs (voir par exemple les projets, évoqués de manière récurrente, de partenariat entre les services financiers de la Poste mettant à disposition le réseau des guichets postaux et certains intermédiaires financiers jouant le rôle de " producteurs " de crédits ou de produits d'assurance). Il s'agit là d'une formule souple, car elle autorise des collaborations variées. D'autre part, dans un contexte où le capital devient le facteur rare, le partenariat est économe en fonds propres (par comparaison à des opérations de croissance externe), et dans certains cas économe en dépenses de personnel. Mais cette souplesse est aussi source de fragilité, comme en témoignent par exemple la rupture du projet de coopération entre la BNP et le Banco Bilbao-Vizcaya, ou l'abandon du projet d'échange de participations entre le Crédit Lyonnais et la Commerzbank. Les écueils du partenariat sont nombreux. Certains tiennent à l'évolution du marché des services financiers, de plus en plus transformé en " jeu à somme nulle " dans lequel les uns perdent ce que les autres gagnent. Dans un tel contexte, la concurrence devient multidimensionnelle et il est plus délicat de dégager des espaces de coopération. En outre, le partenariat est un instrument de pénétration d'un nouveau marché peu efficace pour une partie de la clientèle, celle sensible à l'argument des " services de proximité ". Or, dans le contexte des années 90, ces services de proximité vont, nous l'avons vu, rester d'une importance cruciale pour une fraction significative de la clientèle de " détail ", et ceci fixera de bornes à l'emploi de la libre prestation des services et à certaines formules de partenariat.

539

#### *Les contraintes de la recapitalisation*

Les fonds propres (et ressources assimilées) deviennent un élément crucial dans le contexte actuel, pour deux séries de raisons : 1) ils servent à respecter les nouveaux ratios prudentiels (spécialement le ratio Cooke) ; 2) ils permettent de financer des opérations de croissance externe (fusions, acquisitions, OPA...) catalysées par le grand marché intérieur européen.

Certaines institutions financières françaises sont aujourd'hui sous-capitalisées au regard de ces deux objectifs cumulés. Pour contourner le " *ni-ni* ", les expédients l'ont emporté dans une première phase, revêtant des formes multiples et comportant une efficacité parfois douteuse. Depuis le début de 1991, la pragmatisme gagne du terrain. Aussi bien pour les banques que pour les compagnies d'assurance nationalisées, il paraît désormais concevable de passer d'une conception rigoureuse de la nationalisation à une approche plus souple, dans

laquelle l'Etat ne conserverait, directement ou indirectement, qu'un peu plus de 50 % du capital.

Outre le respect de l'application des différents ratios prudentiels, les pouvoirs publics devront veiller à résorber certains handicaps du système français. Notre " menu " d'actifs financiers est aujourd'hui suffisamment large, grâce à l'accélération de l'innovation financière depuis le début des années 1980. Il faut désormais renforcer la liquidité et la sécurité des marchés de capitaux en France, et améliorer les mécanismes de solidarité face à des secousses susceptibles de menacer tout ou partie du système.

#### *La politique de l'emploi dans les banques*

Globalement parlant, les banques françaises n'ont pas encore complètement " digéré " les conséquences de la " course aux guichets " de la fin des années 60 et du début des années 70. Un certain nombre d'entre elles, pour réduire leurs coûts opératoires et dégager des gains de productivité, ont dû amorcer un mouvement de réduction de leurs effectifs. En moyenne, les banques AFB ont diminué leurs effectifs nets d'environ 1,5 % avec une forte dispersion des situations individuelles autour de cette moyenne, sans parler de la situation contrastée des réseaux hors AFB. Le tassement des marges en 1990, sans doute également en 1991, risque d'accélérer ce mouvement de repli.

Au-delà des aspects quantitatifs, le nouveau paysage financier va nécessiter dans les banques la mise en œuvre de politiques qualitatives de l'emploi plus ambitieuses que celles menées jusqu'à présent. Les axes prioritaires découlent à la fois des nouvelles activités des banques (en particulier de leurs interventions sur les marchés), de l'intensité de la concurrence et de la diversification, et du risque de surcapacité. Il faut, dans les banques françaises, améliorer l'articulation entre le marché interne du travail (celui où se déploie la promotion interne) et le marché externe (appel à des recrutements extérieurs). Il faut aussi, dans un contexte où l'industrie bancaire par certains côtés se banalise, même si la monnaie et la banque conservent certaines spécificités, accroître la mobilité dans les deux sens entre les banques et le reste de l'économie.