

# Aspects contemporains des marchés de capitaux

Joël Métais,

Professeur à l'Université Paris-Dauphine

**L**e retour à la prospérité des économies des pays industrialisés et le rétablissement de la libre convertibilité de leurs monnaies en décembre 1958 constituent le point de départ de la troisième grande vague d'internationalisation des activités bancaires et des marchés financiers<sup>1</sup>. Au cours des années soixante, celle-ci se confond largement avec le développement du marché des eurodevises, ou plus exactement des eurodollars. Même si rétrospectivement l'ampleur de ce phénomène apparaît somme toute comme limitée, la taille et le rythme de croissance des euromarchés n'en constituent alors pas moins un sujet de préoccupation et surtout d'infinis débats. Pour certains économistes, l'inflation mondiale naissante et les désordres croissants du système monétaire international trouvent en effet leur origine dans cette nouvelle source selon eux incontrôlée de création monétaire<sup>2</sup>. En se limitant quasi exclusivement à cet aspect macro-monétaire du marché des eurodollars, on néglige largement d'en analyser d'autres traits pourtant déjà essentiels :

- Le lien de plus en plus fort entre son développement et l'expansion des réseaux internationaux des multinationales bancaires, notamment américaines. Les extensions successives du champ statistique de la « zone déclarante » de la Banque des Règlements Internationaux — qui permet d'évaluer la taille des euromarchés — prennent pourtant acte de la concomitance de ces deux évolutions.

- Le rôle important des innovations financières — en particulier sur l'euromarché londonien — et de la transmission internationale des techniques financières, en particulier des Etats-Unis vers le reste du monde<sup>3</sup>. C'est là une des sources de l'efficacité et du dynamisme supérieurs de ces marchés.

<sup>1</sup> Les historiens s'accordent à faire coïncider la première avec la période de l'étalon-or 1870-1914 ; tandis que la seconde beaucoup plus éphémère se limite aux années vingt.

<sup>2</sup> Des dizaines de références bibliographiques ne suffiraient certainement pas à rendre compte de ces controverses sur la question du multiplicateur des eurodollars. Une synthèse qui semble clore ces débats a été formulée par Robert B. Johnston dans *The Economics of the Euromarkets*. The Mac Millan Press London, 1963.

<sup>3</sup> Ainsi, les Certificats des Dépôts négociables, apparus à New York en 1961 sont introduits sur les euromarchés londoniens dès 1966. Bientôt la formule en sera aussi adoptée à Singapour, Bahrein, etc., nouveaux pôles de développement des activités en eurodevises.

- La nature déréglementée des activités en eurodevises et en euro-obligations qui en est finalement la véritable sinon la seule raison d'être. On est alors loin de mesurer, encore moins capable de pressentir, les bouleversements potentiels pour les évolutions structurelles des systèmes financiers nationaux dont est à terme porteuse cette caractéristique.

La décennie soixante-dix voit triompher le système financier international privé sur les décombres du système monétaire international de Bretton Woods qu'il a largement contribué à affaiblir. Les nécessités du financement des déséquilibres massifs des paiements courants nés des deux chocs pétroliers vont ainsi conduire à l'apogée de la première phase de l'internationalisation contemporaine des systèmes financiers. Celle-ci aura été marquée par la domination de la finance intermédiée par les banques de dépôts. Par ailleurs, les euromarchés restent alors le domaine privilégié de la concurrence entre les divers systèmes bancaires nationaux. Hormis ce champ d'activités, essentiellement de gros, ces derniers restent encore largement protégés par diverses réglementations que confortent les contrôles des changes.

Ce modèle d'internationalisation des systèmes financiers est remis en cause par la crise de l'endettement des pays en voie de développement à partir de 1982. Désormais, celui-ci s'élargit par le relais des marchés de titres négociables que viennent compléter des marchés des produits dérivés. Mais cette soudaine montée en puissance de la finance directe n'empêche pas un certain retour en vogue des crédits bancaires internationaux depuis 1987.

La généralisation de l'abolition des contrôles des changes à partir de la fin des années soixante-dix entraîne une érosion progressive de la frontière entre marchés des eurodevises et espaces financiers nationaux. Ceci a pour corollaire l'élargissement du champ de la concurrence directe entre systèmes financiers, agents financiers et places financières des principaux pays industrialisés. Les diverses autres transformations qualitatives que l'on range sous le vocable de globalisation de la branche financière reflètent ces évolutions qui ont largement contribué à banaliser ce secteur d'activité. Désormais, un nombre croissant d'économistes admettent qu'il devient justifié, utile et sûrement intellectuellement fécond d'analyser les mutations structurelles des systèmes financiers à l'aide des outils de la théorie de l'économie industrielle, en particulier ceux issus de ces développements contemporains (par exemple la théorie des marchés contestables ou celle de la firme multiproduits).

Une première section passe brièvement en revue les principales évolutions des marchés internationaux de capitaux au cours des vingt dernières années en mettant l'accent sur la décennie passée. Les sections suivantes examinent, en se référant précisément aux concepts et outils d'analyse de l'économie industrielle, les fondements de leurs transformations structurelles. On insistera successivement sur le rôle des innovations et de leurs causes, de la déréglementation. On examinera aussi diverses questions liées à la structure actuelle du système financier international : existence d'une surcapacité d'intermédiation et voies de résorption, spécialisation internationale et échanges internationaux de services financiers, efficacité, stabilité et réglementation-surveillance de ce système.

---

## DU MARCHÉ DES EURODEVICES À LA GLOBALISATION DE L'INDUSTRIE DES SERVICES FINANCIERS

---

Entre la fin de l'année 1971 et celle de 1980, la taille brute des marchés d'eurodevises fut multipliée par dix en passant de USD 150 à USD 1 525 milliards. D'une année à l'autre, la part des opérations libellées dans la devise américaine oscille entre 75 % et 80 % de ce total tandis que les opérations interbancaires en représentent environ la moitié. Ces dernières assurent la circulation internationale des capitaux et permettent de réduire les risques de la transformation des dépôts en crédits sur laquelle repose alors quasi exclusivement l'intermédiation financière internationale. Celle-ci est largement tirée par le développement des eurocrédits à moyen terme dont les octrois annuels après 1973 dépassent de manière croissante les emprunts obligataires internationaux comme en atteste le tableau 1 ci-après.

Instruments privilégiés du financement des déséquilibres internationaux des paiements et des projets de développement<sup>4</sup>, les eurocrédits à moyen terme constituent l'innovation majeure de produit<sup>5</sup> sur laquelle les banques de dépôts vont largement faire reposer leur croissance internationale au cours de cette décennie. Ceci est la conséquence des faibles barrières à l'entrée dans cette activité (une fois que cette technique a atteint une certaine standardisation), de pertes bien inférieures à celles dans de nombreuses autres activités et de profits jugés alors satisfaisants. Aussi sont-elles environ 1 100, dont de nombreuses banques moyennes, à participer à ces syndicats à la fin de cette période. Du côté de leurs ressources, ces banques s'en remettent essentiellement aux marchés interbancaires. Certaines, soucieuses de renforcer la structure à terme de leur passif<sup>6</sup>, complètent parfois leurs émissions de Certificats de dépôts par celle de « *Floating Rate Notes* ». Pourtant apparues dès 1966, ces obligations à taux flottant enregistrent un succès très limité puisque le montant cumulé des émissions brutes de « FRN » jusqu'en 1980 atteint seulement USD 14 milliards<sup>7</sup> dont 73,5 % sont le fait des banques.

Ces dernières offrent aussi de nouveaux services à leur clientèle de grandes entreprises notamment dans le domaine de la gestion de trésorerie internationale. C'est là un des premiers domaines d'application massive et privilégiée des nouvelles technologies d'alors dans les domaines des télécommunications et de l'informatique. La domination des très grandes banques de dépôts américaines dans ce secteur est à l'image de leur

---

4 L'expérience a prouvé qu'en moyenne les marchés d'obligations internationales ont été plus sélectifs quant à leur clientèle et à l'objet des financements. La taille unitaire des opérations y est aussi plus faible.

5 Les eurocrédits à moyen terme syndiqués à taux d'intérêt flottant sont apparus en 1969 et répondaient alors aux besoins de financement des multinationales industrielles.

6 La crise du marché interbancaire international de l'été 1974 et la quasi-interruption des syndicats d'eurocrédits au cours des mois suivants ont alors montré la vulnérabilité du système eurobancaire, sensible notamment pour les banques moyennes.

7 Source : Georges Ugeux, *Floating Rate Notes*, Euromoney Publications, London, 1985.

domination globale sur les marchés d'eurodollars tout au long de cette décennie.

A Londres, où la « colonie » des banques d'outre-Atlantique compte 71 membres en 1980, leur part dans les actifs bancaires internationaux culmine en 1975 à 38 % : elle excède alors les parts cumulées de toutes les autres banques non britanniques de la City. Depuis les années soixante, les banques de dépôts américaines trouvent en effet dans les marchés d'eurodevises les opportunités de croissance que leur interdisent aux Etats-Unis les rigueurs conjuguées du Glass-Steagall Act et du Mac Fadden Act. Mais le défi japonais est déjà clair : les banques nippones dont la part n'est pourtant que de 13 % en 1975 vont la porter à 20 % en 1980, tandis que simultanément les américaines reculent inexorablement à 25 %<sup>8</sup>.

Les années 1980-1982 apparaissent comme un tournant dans l'évolution des marchés internationaux de capitaux : deuxième choc pétrolier, rigueur des politiques anti-inflationnistes, nouvelles modalités techniques de conduite de la politique monétaire américaine après octobre 1979, montée brutale des taux d'intérêt réels désormais positifs et très volatils, difficultés croissantes des PVD à réaliser l'ajustement de leurs paiements extérieurs sont autant de facteurs qui, à partir de 1980, se conjuguent pour amorcer un changement de cap des activités financières internationales<sup>9</sup>. Celui-ci ne s'affirme véritablement qu'après la crise mexicaine d'août 1982. Elle en est le catalyseur plus que la cause.

Commence alors un second régime de l'internationalisation contemporaine des systèmes bancaires et des marchés financiers. On l'a parfois résumé du terme de globalisation financière. Ce vocable recouvre une réalité complexe que l'on peut organiser autour de quelques grands axes :

- Un degré poussé d'interpénétration des systèmes financiers et une ouverture internationale des grandes places financières tels qu'on ne les a jamais connus auparavant. Associé à la généralisation de l'abolition des contrôles des changes, un tel contexte amène les grandes institutions financières privées à élaborer des stratégies à l'échelle mondiale. En ce sens l'industrie des services financiers se globalise au même titre que l'industrie automobile, par exemple.

- La transformation dépôts-crédits qui n'est plus la composante quasi unique du financement international. La finance directe par le biais de marchés de titres négociables s'affirme comme une alternative à certains moments aussi importante.

- Un véritable *continuum* de marchés, du très court terme à la perpétuité, dans les principales devises, entre lesquels les arbitrages permanents sont rendus possibles par les déréglementations des systèmes financiers nationaux, la liberté retrouvée des mouvements de capitaux et la réduction

<sup>8</sup> On peut considérer que les parts de marché à Londres sont représentatives des situations au niveau mondial. Source : Andrew Lamb, « International Banking in London : 1975-1985 », Bank of England Quarterly Bulletin, septembre 1986. La City abrite en effet, en 1975, 29,3 % de l'ensemble des activités bancaires internationales recensées par la Banque des Règlements Internationaux.

<sup>9</sup> On peut sur ce point se reporter au Rapport annuel 1983 de la Banque des Règlements Internationaux, pour une analyse détaillée.

## MARCHÉS DE CAPITALAUX

drastique des coûts de transactions consécutive aux progrès technologiques.

- Des marchés de financement qui sont eux-mêmes complétés par un nombre croissant de marchés de produits dérivés, eux aussi sous l'empire des arbitrages permanents et des innovations incessantes.

D'autres aspects de la globalisation financière seront mentionnés dans les sections suivantes.

Malgré les crises financières, plus ou moins profondes<sup>10</sup> qui ponctuent la décennie, les années quatre-vingt ont enregistré une explosion sans précédent du financement international. En rythme annuel, celui-ci représente désormais plus de USD 400 milliards. Fin juin 1990, l'encours net de ce financement atteignait USD 3 758 milliards !

Jusqu'en 1986, la part du financement obligataire croît nettement au point d'excéder celle des crédits bancaires en 1985. Mais, dès 1986, le processus de mobiliérisation (*Securitization* pour les anglo-saxons) connaît une inflexion. Les financements par crédits bancaires reprennent l'avantage de manière indiscutable. L'ascension du financement par les marchés de titres négociables n'est pas aussi irrésistible que ce que certains zéloteurs empressés laissaient entendre.

Le tableau 2 ci-après retrace ces évolutions. Il montre aussi que les eurocrédits syndiqués, tombés en discrédit après la crise de 1982 bénéficient de la reprise du financement intermédié à partir de 1986. Mais désormais ce marché est devenu beaucoup plus sélectif. La part des emprunteurs des pays de l'OCDE devient prépondérante : 82,3 % en 1989 contre 48,2 % en 1980. Surtout en 1987 et 1989, l'engouement retrouvé pour cette technique s'explique par la vogue des opérations d'OPA et de fusions-acquisitions qui agite le monde anglo-saxon<sup>11</sup>.

Deux autres faits importants marquent l'évolution des financements internationaux au cours de cette décennie : la sophistication et la diversification croissantes des instruments financiers utilisés dans le cadre d'un processus de genèse continue d'innovations mineures. Ceci est précisément sensible dans les secteurs des obligations internationales et des eurocrédits à moyen terme.

<sup>10</sup> Citons la crise de la dette polonaise de décembre 1980, la crise latino-américaine du printemps et de l'été 1982, la crise des Floating Rate Notes perpétuelles de l'automne 1986, le Krach boursier d'octobre 1987.

<sup>11</sup> A l'occasion des opérations les plus spectaculaires, les groupes suivants ont mobilisé les sommes respectives ci-après : Grand Metropolitan Finance USD 6 milliards ; Tate and Lyle USD 3 milliards ; BAT USD 3,2 milliards ; Kohlberg Kravis Roberts (OPA sur RJR Nabisco) USD 13,6 milliards.

TABLEAU 1  
**VOLUMES D'EUROCRÉDITS SYNDIQUÉS ET ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS INTERNATIONALES**  
*(Flux bruts annuels. Millions de dollars)*

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Eurocrédits	4 730	3 963	6 796	21 851	29 263	20 992	28 849	41 637	70 169	82 812	77 392
Obligations internationales dont :	4 560	6 284	9 748	7 840	6 857	19 911	32 669	33 976	34 279	40 990	41 920
— Euro-obligations	2 966	3 642	6 335	4 193	2 134	8 567	14 479	17 771	14 125	18 392	23 970
— Obligations étrangères US	1 216	1 104	1 353	1 019	3 291	6 460	10 604	7 428	5 795	4 515	3 429
— Autres obligations étrangères	378	1 538	2 060	2 628	1 432	4 884	7 586	8 777	14 359	17 749	14 521

Source : World Financial Markets. Banque Morgan, New York.

MARCHÉS DE CAPITAUX

TABLEAU 2  
ÉVOLUTION DES FINANCEMENTS INTERNATIONAUX (Milliards de dollars)

	Encours		Flux annuels										Encours
	1980	Fin	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 (5)
Prêts Bancaires Internationaux (1)	810	160,0	165,0	95,0	85,0	90,0	105	195	300	225	330	375,0	2 875,0
Nouvelles émissions d'obligations internationales (2)		28,0	36,5	58,5	59,0	81,0	123,0	160,3	110,1	137,9	171,6	126,5	1 318,6
Nouveaux placements nets d'euro-effets (3)						5,0	10,0	13,0	23,3	19,5	6,9	18,4	96,1
Total net des nouveaux financements internationaux (4)		180,0	195,0	145,0	130,0	145	180	290	380	315	440,0	448,0	3 758,0
Nouveaux eurocrédits syndiqués (6)		82,8	100,9	88,2	38,0	30,1	19,0	29,6	88,7	101,8	151,7	77,9	

Source : (1) (2) (3) (4) Rapports annuels et trimestriels de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle ; (6) Bank of England Quarterly Bulletin. Diverses livraisons.

(1) Neis des duplications d'écriture et de l'incidence des variations de change.

(2) Emissions nettes d'amortissements et de rachats.

(4) Hors duplications d'écritures correspondant à certaines obligations souscrites par les banques.

(5) Premier semestre, extrapolé en glissement annuel sauf pour les eurocrédits syndiqués qui correspondent au seul 1<sup>er</sup> trimestre.

La famille des obligations internationales s'est diversifiée considérablement. Par devises d'émission, tout d'abord. Au fil des ans la part des émissions en dollars s'est trouvée contrebalancée de manière plus équilibrée par celles des emprunts en yens, francs suisses, livres, deutsche marks. Au cours des dernières années, le marché euro-obligataire s'ouvre aussi à de nombreuses devises européennes — de la couronne suédoise à l'escudo portugais.

Par variétés de titres, ensuite. La gamme des titres obligataires s'est nettement enrichie, dans l'espace international comme dans les divers espaces nationaux du reste. Pour parvenir à cette diversification, ponctuée aussi de quelques réelles innovations, on a travaillé dans trois grandes directions : les échéances, le type de rendement, les procédures d'émission et, plus encore, d'amortissement. Désormais les échéances des titres obligataires peuvent aller de un an à la perpétuité. Depuis le début de la décennie quatre-vingt, les Notes à Taux Variables ont nettement gagné du terrain et, depuis 1985, les marchés font aussi une place croissante aux obligations à taux fixes assorties de bons de souscription d'actions<sup>12</sup>. En matière d'amortissement, la convertibilité en actions tend aussi à se répandre. Bons de souscription et convertibilité apparaissent de ce fait comme deux moyens d'intégration des marchés d'obligations internationales et des marchés d'actions. Ces derniers se sont sensiblement internationalisés au cours des récentes années avec le développement des *euro-équités*. Celles-ci tirent leur spécificité de leur mode de placement par le biais d'une procédure de syndication analogue à celle caractéristique des marchés obligataires internationaux, ou de leur inscription simultanée à la cote officielle de plusieurs places étrangères. De plus, les marchés secondaires de certaines valeurs de sociétés de renom international tendent à se délocaliser — par rapport à la place de cotation officielle — par le biais de négociations de blocs ou de sortes d'effets de mobilisation représentatifs de tels blocs (comme les *American Depository Receipts*, aux Etats-Unis). Le tableau 3 ci-après retrace l'évolution des émissions des diverses variétés d'obligations. Les variations, les parts respectives des obligations à taux fixe, des Notes à Taux Variable et des convertibles en actions ou à bons de souscription d'actions dépendent largement des niveaux et anticipations d'évolution des taux d'intérêt et des cours boursiers. Mais les opportunités de « swap » jouent aussi un grand rôle dans le choix de la devise et du mode de rémunération<sup>13</sup>.

A partir de 1981 et surtout de 1984, certains eurocrédits à moyen terme syndiqués deviennent de simples enveloppes de crédit de soutien — avec ou sans garantie de prise ferme — de programmes d'émission de titres

12 Celles-ci sont essentiellement émises par les entreprises nippones et leur placement fait la fortune des grandes maisons de titres japonaises sur le marché euro-obligataire londonien. Leur succès est cependant étroitement dépendant des performances du « Kabutocho » (Bourse de Tokyo). D'où la nette inflexion enregistrée au premier semestre 1990.

13 Une enquête portant sur le premier trimestre 1987 révélait déjà que 80 % des emprunts euro-obligataires en yens faisaient l'objet d'un swap : les proportions équivalentes étaient de 65 % pour la £, 95 % pour le dollar australien mais 15 % pour le DM et 30 % pour le franc français. Ces proportions dépendent largement de l'appréciation portée alors sur le cours de ces monnaies par rapport au dollar américain. Source : Swap New Moves, supplément à « Euromoney », juillet 1987.

## MARCHÉS DE CAPITAUX

négociables d'abord à court terme — « Notes », Certificats de Dépôts, Billets de Trésorerie (*Commercial Paper*), puis à moyen terme (Euro Effets à Moyen Terme)<sup>14</sup>. Se succèdent ainsi les *Note Issuance Facilities* (NIFs) (1981) puis les *Revolving Underwriting Facilities* (RUFs) (1982) et leurs multiples variantes. Bientôt celles-ci se voient relevées par les *Multi Option Facilities* (MOFs) (1984) : ces facilités permettent de regrouper de manière très souple, en les consolidant au sein d'une seule enveloppe, des concours de natures diverses — Crédits classiques, émissions d'acceptations bancaires, de *Commercial Paper*, etc — libellés en plusieurs devises.

Parallèlement, les programmes d'émission d'*Euro Commercial Paper* — qui sont précisément dépourvus de garantie de prise ferme — connaissent un fort développement. A partir de 1986, les programmes d'Euro Effets à Moyen Terme viennent compléter cette panoplie. Ces titres nouveaux constituent une alternative très souple — en termes d'échéances, montant de l'emprunt, monnaie support, coupon — aux obligations.

En quelques années s'est véritablement créé un nouveau secteur du financement international qui s'interpose entre les secteurs traditionnels des eurocrédits et des euro-obligations en associant les avantages de certaines caractéristiques de l'eurocrédit syndiqué — aspect *stand by* de la ligne de crédit syndiqué — à ceux des marchés de titres à court ou moyen terme déjà connus (*Commercial Paper*, Certificats de Dépôts, « Notes »)<sup>15</sup>. Cette tendance est encore renforcée si l'on prend en compte la pratique de plus en plus fréquente des banques tendant à échanger sur des marchés secondaires des participations à des eurocrédits syndiqués.

39

TABLEAU 3

### VENTILATION PAR CATÉGORIES D'INSTRUMENTS DES ÉMISSIONS BRUTES D'OBLIGATION INTERNATIONALES (en pourcentage)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Obligations à taux fixes	64	52	56,1	62,3	67,1	70,1	60,5
Obligations à taux variables	25	34	34,7	22,5	7,2	9,8	6,8
Obligations liées à des actions (1)	10	10	6,7	11,8	23,8	18,1	31,6
Autres (2)	—	4	2,5	3,4	1,9	1,6	1,1

Source : Fonds Monétaire International, *International Capital Markets, Developments and Prospects*. Livraisons annuelles.

- (1) Obligations à bons de souscription d'actions et obligations convertibles en actions.  
 (2) Comprend les obligations à coupon zéro, à bons de souscription autres que d'actions, etc.

14 Cf. « *Developments in the International Syndicated loan Market in the 1980* », Bank of England Quarterly Bulletin, février 1990.

15 Il faut préciser que la seconde moitié de la décennie quatre-vingt enregistre une dissémination au sein des principaux pays industrialisés, d'instruments à court terme jusqu'alors caractéristiques des marchés américains ou, parfois, des euromarchés : « *Commercial Paper* » et Certificats de Dépôts. Ainsi dans une étude de juin 1986, la Banque d'Angleterre recensait-elle des marchés de

## LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Le tableau 2 retraçait la contribution de l'ensemble de ce secteur au financement mondial. Le tableau 4 de son côté permet de dégager quelques conclusions plus fines. Certaines procédures ont apparemment un succès éphémère. Deux explications complémentaires peuvent être avancées : le « stock » d'emprunteurs de qualité auxquels s'adressent ces programmes est assez vite épuisé ; les emprunteurs sont en quête permanente d'instruments toujours plus souples et leur permettant d'échapper à certaines contraintes d'ordre réglementaire affectant encore tel instrument déjà existant.

On aura aussi noté l'écart — normal compte tenu de la nature même de ces financements — entre les montants des programmes annoncés et la mobilisation des capitaux par l'émission effective de papier. Cet écart semble particulièrement sensible aux niveaux et anticipations d'évolution des taux d'intérêt à court terme.

Les flux annuels de financement qu'analysent les paragraphes précédents ne rendent que très partiellement compte du rôle des marchés internationaux de capitaux et du système financier international. Des indices comme les volumes de transactions sur les marchés secondaires d'obligations — domestiques ou internationales — et d'actions complètent ce panorama. Donnons-en quelques exemples. En 1986 déjà, le volume quotidien moyen de transactions sur les obligations du Trésor américain atteignait USD 100 milliards. Entre 1982 et 1986, le volume annuel des échanges sur les marchés d'euro-obligations est passé d'environ USD 800 milliards à plus de USD 3 200 milliards. Entre 1980 et 1989, les volumes d'échanges sur les actions traitées au niveau international ont crû de moins de USD 100 milliards à USD 1 600 milliards, tandis que les flux de capitaux entre grandes zones du globe correspondant à des investissements croisés de portefeuilles en actions s'établissaient comme il est indiqué dans le tableau 5.

---

*« Commercial Paper » dans dix pays autres que les Etats-Unis. L'encours mondial — y compris les marchés américain et euro — atteignait alors USD 394 milliards dont 323 pour les Etats-Unis. A la fin de 1989, l'encours mondial atteignait USD 700 milliards après s'être accru de plus de USD 100 milliards au cours de cette année. Source : « Commercial Paper Markets : an International Survey », Bank of England Quarterly Bulletin, juin 1986.*

MARCHÉS DE CAPITAUX

TABLEAU 4

**CARACTÉRISTIQUES DES MARCHÉS D'EURO-EFFETS**  
(USD milliards)

	1987	1988	1989	1990	Encours juin 90
Facilités annoncées	73,4	79,0	66,4	68,2	
dont :					
— Euro commercial Paper	46,1	52,5	47,9	48,5	
— autres effets à court terme	15,2	10,4	6,6	4,2	
— effets à moyen terme	12,0	16,1	12,0	15,5	
Emissions nettes	23,4	19,5	6,9	16,9	96,1
dont :					
— Eurocommercial Paper	19,4	19,9	5,3	10,6	69,1
— autres effets à court terme	1,8	— 3,4	— 2,4	1,2	12,3
— effets à moyen terme	2,2	3,0	4,0	5,1	14,7

Source : Rapports annuels et Bulletins trimestriels de la Banque des Règles Internationaux.

(1) Résultats du 1<sup>er</sup> semestre évalués en glissement annuel.

41

Sur les marchés des changes devenus le carrefour des flux financiers mondiaux, la croissance des transactions a été encore plus impressionnante : sur les trois pôles de ces marchés que sont Londres, New York et Tokyo, les volumes quotidiens moyens se sont accrus comme suit (en USD milliards) <sup>16</sup> :

	Londres	New York	Tokyo
1986	90	58	48
1989	187	129	115

Source : Bank of England Special Surveys.

Une des dimensions fondamentales de la globalisation financière réside dans l'importance prise par les marchés de produits dérivés. Ceux-ci ont trois composantes : les contrats à terme sur instruments financiers, les options et les swaps. Ils permettent de gérer divers risques associés à la volatilité accrue, au cours de ces dernières années, de diverses variables de l'environnement

<sup>16</sup> La Banque d'Angleterre estime dans ses enquêtes que ces trois places représentent environ la moitié du volume mondial des transactions. Une étude de la Banque des Règlements Internationaux a estimé à USD 14,79 trillions le volume d'opérations au cours du mois d'avril 1989. Ceci représentait environ 32 fois le volume du commerce mondial au cours de ce mois (USD 461 milliards).

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

économique : taux d'intérêt, taux de change, cours boursiers, indices, principalement. Les swaps ont quant à eux un rôle ambivalent puisqu'ils permettent aussi d'arbitrer entre divers marchés de capitaux. Il n'est pas du propos de cet article d'exposer les principes théoriques qui sous-tendent ces instruments financiers et leur emploi. On insistera seulement sur quelques aspects plus spécialement économiques de leur utilisation croissante.

TABLEAU 5

**FLUX CROISÉS BRUT D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLES EN ACTIONS (1989, USD milliards)**

Pays de destination	Pays d'origine	Royaume-Uni	Japon	Autres pays d'Europe	Etats-Unis
Royaume-Uni		—	5	29	83
Japon		76	—	66	84
Autres pays d'Europe		110	8	—	50
Etats-Unis		97	61	107	—

Source : Salomon Brothers.

42

- Contrats à terme et options négociables sont utilisés aussi bien dans le cadre de marchés de gré à gré que de marchés organisés autour d'une chambre de compensation et reposant sur des appels de marges. Les deux types de marchés utilisent des instruments standardisés<sup>17</sup> afin de réduire les coûts de transaction et d'accroître la liquidité. Celle-ci, comme la liquidité des marchés de leurs instruments sous-jacents est, en effet, une des conditions essentielles du succès des divers contrats. Pour les swaps, en revanche, même si les banques font des efforts constants pour standardiser les procédures, chaque opération reste largement spécifique.

- Les premiers contrats à terme sur taux d'intérêt sont apparus à Chicago en octobre 1975. Les options négociables sur devises y étaient déjà traitées depuis deux ans. Les swaps de taux d'intérêt ne sont entrés de manière significative sur la scène financière internationale qu'en 1981<sup>18</sup>. La décennie quatre-vingt va alors connaître une véritable explosion du chiffre d'affaires de l'industrie des produits dérivés. Simultanément, celle-ci se mondialise et, en 1989, pas moins de vingt Bourses traitent un ou plusieurs contrats à terme sur taux d'intérêt. Pour les seules options négociables sur devises, fin 1988, on recense neuf Bourses traitant 21 contrats (contre trois Bourses et sept contrats

17 En matière de taux d'intérêt, comme de taux de change, il y a la possibilité de se livrer à des opérations à terme sur mesure dans le cadre des « Forward Rate Agreements » (FRA) ou d'opérations de change à terme classiques. Ces dernières sont très anciennes alors que les premiers FRAs ne sont en revanche apparus qu'en 1983.

18 Quelques exemples très isolés de « swaps » avaient en effet existé dans les années soixante-dix.

## MARCHÉS DE CAPITAUX

en 1983). Les évolutions des volumes d'échanges pour ces deux variétés d'instruments, retracées par le tableau 6, sont particulièrement éloquentes. On peut penser qu'elles sont représentatives de celles sur les autres types de contrats à terme et d'options. Les chiffres suivants apportent, à cet égard, quelques précisions supplémentaires. Les options de taux d'intérêt et sur contrats à terme de taux d'intérêt ont vu leurs échanges annuels passer de 22,2 à 41,5 millions entre 1986 et 1989. Les échanges de contrats à terme sur devises sont passés dans le même temps de 19,7 à 27,5 millions (source : Banque des Règlements Internationaux).

Quant aux « swaps », leur évolution ne déroge pas au même principe de croissance exponentielle. Sur la base de la valeur notionnelle des emprunts sous-jacents, la valeur de l'encours des seuls swaps de taux d'intérêt a évolué comme suit (tous utilisateurs finaux confondus ; USD milliards).

Fin juin 85	Fin sept. 86	Fin déc. 87	Fin déc. 88	Fin déc. 89
92	249	476	668	955

Source : Bank of England Quarterly Bulletin et Bulletin statistique trimestriel sur les activités bancaires internationales de la Banque des Règlements Internationaux.

43

Si on y ajoute les « swaps » entre teneurs de marchés eux-mêmes, l'encours global à fin 1989 atteint plus de USD 1 500 milliards<sup>19</sup>. Les « swaps » sur des actifs libellés en dollars en représentent exactement les deux tiers. Certains avancent le chiffre de USD 2,5 trillion à la mi-1990, pour tous les swaps de taux d'intérêt et de devises. Comparé à l'ensemble des actifs bancaires internationaux ou à l'encours des obligations internationales, ce montant témoigne de l'ampleur des arbitrages entre les divers marchés de capitaux et de la puissance du mouvement d'intégration de ces marchés dont elle est porteuse.

## **INNOVATIONS ET DÉRÈGLEMENTATION : LES DEUX MOTEURS DE LA DYNAMIQUE DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE MONDIALE**

Les ressorts de la globalisation financière sont aujourd'hui relativement bien connus. Au fur et à mesure de la banalisation de la branche des services financiers, il devient plus pertinent de l'étudier dans un cadre d'analyse en terme d'économie industrielle. Ainsi est-il d'ores et déjà largement admis que les évolutions structurelles récentes tant des marchés internationaux de

<sup>19</sup> Source : « Recent developments in the swap market », Bank of England Quarterly Bulletin, février 1989.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

capitaux que des systèmes financiers nationaux des principaux pays industrialisés sont le produit des effets conjugués des innovations financières et des évolutions de la réglementation publique<sup>20</sup>. Les premières renvoient elles-mêmes à deux grandes catégories de facteurs qui influencent leur rythme d'apparition : les transformations des conditions de la demande de services financiers et les progrès technologiques.

TABLEAU 6

**VOLUMES ANNUELS DE TRANSACTIONS SUR LES CONTRATS À TERME DE TAUX D'INTÉRÊT ET LES OPTIONS NÉGOCIABLES SUR DEVICES** (en milliers de contrats)

	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989 (1)
<b>Contrats à terme</b>							
Amérique du Nord	20	12 476	55 478	71 121	97 506	102 629	65 279
Europe	—	—	3 130	8 005	23 975	26 281	18 887
Asie	—	17	1 604	12 523	24 194	27 198	16 070
Total	20	12 493	60 213	91 649	145 675	156 108	100 236
<b>Options négociables sur devises</b>							
		6 929	13 270	18 797	18 213		

Source : Bank of England Quarterly Bulletin, mai 1989 et mai 1990.

(1) Chiffres relatifs au seul 1<sup>er</sup> semestre.

Les innovations financières — de produit, de processus ou de forme organisationnelle — ont fait l'objet de nombreux travaux et écrits au cours des quinze dernières années. Deux modèles explicatifs se partagent inégalement l'analyse de ce phénomène :

- La théorie de l'innovation induite par la contrainte, de marché ou réglementaire. Ce modèle dominant a été proposé par William Silber et a fait l'objet de tests empiriques aux résultats satisfaisants<sup>21</sup>.

- La théorie de l'innovation comme réponse à une demande de caractéristiques, inspirée de la théorie de la consommation de Lancaster<sup>22</sup>.

Si les fondements de la théorie de la réglementation publique des activités financières sont relativement bien assurés, l'analyse des causes de la

<sup>20</sup> Cette thèse a été exposée dès 1971 par S.I. Greenbaum et C.F. Haywood, « Secular change in the Financial Services Industry », Journal of Money, credit and Banking, may 1971.

<sup>21</sup> W.L. Silber, ed. Financial Innovation, Lexington books, D.C. Heath, Lexington, Mass 1975. M. Ben-Horim and W.L. Silber, « Financial Innovations : a linear Programming Approach », Journal of Banking and Finance, n° 1, 1977.

<sup>22</sup> Lancaster, « A New Approach to consumer Theory », Journal of Political Economy, vol. 74, n° 2, 1966.

## MARCHÉS DE CAPITAUX

déréglementation reste encore largement à faire. Ce que l'on sait à propos des autres secteurs d'activité semble toutefois pouvoir s'appliquer à celui des services financiers comme se sont appliqués à le démontrer T.H. Hammond et J.H. Knott<sup>23</sup>. Après avoir souligné que les régimes réglementaires sont par nature instables, ces deux auteurs mettent en avant six grandes catégories de facteurs pour expliquer la déréglementation. Parmi ceux-ci, viennent en bonne place l'impact du progrès technologique sur les rapports entre les firmes productrices et leurs clients, le degré de fongibilité des produits offerts, le degré d'hétérogénéité des clients et des firmes productrices.

On peut alors résumer l'argumentaire sur les mutations du système financier international suivant les axes suivants :

Les transformations des conditions de la demande ayant eu le plus d'influence sont essentiellement de trois ordres.

Une nouvelle constellation des soldes financiers des grandes catégories d'agents économiques — Etat, entreprises, ménages, extérieur — et des principaux groupes de pays émerge à partir de 1982-1985 et rompt avec la tendance des années soixante-dix. Dans les principaux pays industrialisés, on assiste, après le second choc pétrolier, à une brutale montée de l'endettement public contre laquelle certains pays commencent toutefois à réagir à partir de 1986-1987<sup>24</sup>. Selon que la capacité d'épargne nette des ménages, partout sérieusement érodée, et celle des entreprises parviennent à le couvrir ou non, les pays deviennent prêteurs ou emprunteurs nets au niveau international. Les Etats-Unis éclipsent ainsi les PVD comme principaux emprunteurs extérieurs à partir du milieu de la décennie quatre-vingt. Japon et Allemagne succèdent alors à l'OPEP comme nouveaux créanciers du monde. Ce renversement des positions a largement soutenu les processus de finance directe — notamment obligataire — au niveau international et domestique. La qualité et les préférences patrimoniales des débiteurs — Etats et leurs satellites — s'accordent bien sur ce point avec les choix patrimoniaux et les contraintes des créanciers-investisseurs institutionnels.

La décrue continue et régulière des taux d'intérêt nominaux sur fond de taux réels élevés, jusqu'au printemps 1987, a aussi alimenté ce processus de mobiliérisation, du fait des perspectives de gains en capital sur les marchés obligataires.

S'y est ajouté un facteur qui est autant d'ordre macro-économique que micro-économique : la perte par les banques de dépôts — à partir de la crise de l'endettement de l'été 1982 — de leur avantage comparatif dans le processus d'intermédiation entre agents à capacité nette et agents à déficit net de financement. Cette érosion de leur compétitivité par rapport aux marchés de titres est imputable à la prime de risque qu'elles doivent alors acquitter sur le coût de leur ressources et qui renchérit d'autant plus leurs crédits. Ce n'est qu'après les provisionnements massifs de 1987-1988 que les grandes

<sup>23</sup> Cette idée est avancée par T.H. Hammond et J.H. Knott, « *The Deregulatory Snowball: Explaining Deregulation in the Financial Industry* », *Journal of Politics*, vol. 1, février 1988.

<sup>24</sup> Cf. sur ce point les analyses dans les *Rapports Annuels de la Banque des Règlements Internationaux*.

## LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

banques anglo-saxonnes, particulièrement éprouvées par ce phénomène, ont pu tirer parti du processus de réintermédiation qui s'amorce au printemps 1987.

Divers indices statistiques convergent pour témoigner de la volatilité accrue des taux d'intérêt — notamment sur les actifs en dollars — à partir d'octobre 1989. Imputable aux changements dans les modalités techniques de conduite d'une politique monétaire américaine extrêmement restrictive, cette volatilité se transmet bientôt aux taux de change entre les principales monnaies. Assimilable à un accroissement des risques de l'environnement pour les agents économiques, elle les conduit à chercher de nouveaux moyens de choisir et gérer leur degré d'exposition puisque compte tenu de leur fonction objectif. Cette volatilité accrue débouche ainsi sur l'émergence des marchés de produits dérivés et l'explosion de leurs volumes d'activité.

Réduite à ses fondements les plus essentiels, la finance consiste à gérer divers risques en les transformant et les consolidant. A ce titre, elle repose, à titre principal, sur la collecte, l'analyse, la conservation et la diffusion d'information. Ces divers stades du processus de « traitement » sont coûteux et font de cet « input » fondamental de l'activité financière un bien économique dont la valeur semble croître de manière plus que proportionnelle à la durée de son accumulation. En raison de son rôle central dans le processus d'intermédiation, les agents financiers ont rapidement cherché à tirer parti des progrès technologiques dans les domaines des télécommunications et de l'informatique<sup>25</sup>. Ceci leur a permis de s'engager dans un processus de réduction continue et souvent drastique de leurs coûts opératoires et, plus généralement, de divers coûts de transaction associés aux opérations financières. En abaissant le coût de mise au point et de diffusion des innovations financières, cette incorporation continue et massive des avancées technologiques a aussi sous-tendu l'élargissement permanent de la gamme des produits et services financiers<sup>26</sup>.

La déréglementation a été un des leitmotives de la politique industrielle des années quatre-vingt. Dans le secteur des services financiers, elle a essentiellement trois raisons :

- Les innovations financières induisent, comme l'a bien montré William Silber, une dialectique : réglementation trop contraignante — innovation —, déréglementation. Cette dernière prend alors acte de ce que les innovations ont pu vider de sens la réglementation antérieure<sup>27</sup>. Fréquemment les autorités

25 Quelques chiffres donneront la mesure de ce phénomène : IBM qui est au niveau mondial l'un des principaux fournisseurs d'équipements pour le secteur financier reconnaît que la demande de ce secteur croît actuellement au rythme de 13 % l'an contre 10 % pour l'ensemble des autres secteurs d'industrie. En terme de MIPS (millions d'instructions par seconde), la croissance annuelle de la demande de capacité supplémentaire est de l'ordre de 40 %. Enfin, on estime qu'en 1990 le seul secteur des banques de dépôts américaines aura dépensé USD 15 milliards dans les technologies de l'information, dont 1,5 pour la seule Citicorp dans l'informatique (d'après The Financial Times, 7 novembre 1990).

26 Parmi les nouveaux produits et nouvelles activités financières, gros consommateurs de technologies informatiques, citons les activités de marché, en particulier avec l'émergence de certains marchés entièrement électronisés (pour les contrats à terme et d'options négociables, à Zurich, Stockholm ou Francfort, par exemple) ou encore la titrisation de créances.

27 Ainsi l'apparition aux Etats-Unis, dès les années soixante-dix, des « Money Market Funds »,

## MARCHÉS DE CAPITALAUX

de contrôle-surveillance tenteront d'instaurer une autre forme de réglementation en contrepartie de la suppression de l'ancienne. Celle-ci, à son tour, engendrera éventuellement de nouvelles innovations.

- La recherche d'une meilleure efficacité des systèmes financiers, à travers leur flexibilité accrue, en vue d'améliorer les performances macro-économiques des pays industrialisés — ou en développement — confrontés aux effets du second choc pétrolier, a constitué un second puissant motif de leur déréglementation. Cette conception a été clairement affichée par les pouvoirs publics français pour justifier les mutations du système financier français des années quatre-vingt<sup>28</sup>. D'une manière générale, elle a aussi été clairement affirmée par les experts de l'OCDE à la même époque.

- Dans un monde de plus en plus ouvert, à la suite de l'abolition progressive des contrôles des changes et de la réduction des coûts de transaction associés aux opérations financières, la compétitivité internationale des intermédiaires financiers nationaux et des places financières constitue un enjeu décisif pour la politique économique. A ce titre, Ian Giddy et Deborah Allen<sup>29</sup> ont montré que dans un monde où les opérateurs financiers sont en mesure d'arbitrer entre des niveaux de réglementation différents selon les pays<sup>30</sup>, les autorités de réglementation-surveillance ont toutes chances d'être entraînées dans un processus de déréglementations compétitives. Les exemples abondent de tels comportements des autorités, rappelant les dévaluations compétitives des années trente. Surtout, ceci a conduit à une certaine homogénéisation structurelle et institutionnelle des systèmes financiers nationaux et à la convergence de leurs pratiques vers celles habituelles sur les marchés d'eurodevises. Ainsi, parmi leurs traits communs, relevons quelques exemples :

- la généralisation de la suppression des plafonds de taux d'intérêt créditeurs sur les dépôts bancaires ;

- la libéralisation des procédures d'émission sur les marchés obligataires (suppression des calendriers, introduction des méthodes d'adjudication, élargissement de la gamme des échéances disponibles, allègement de la fiscalité) ;

- la réforme du fonctionnement des Bourses de valeurs sur le modèle de celle de mai 1975 à Wall Street, relayée par le « Big Bang » londonien

47

---

*fonds communs de placement investis en actifs des marchés monétaires, motivée par la contrainte de la Réglementation Q qui plafonnait la rémunération des Dépôts bancaires a-t-elle conduit à la suppression de cette réglementation à partir de 1982. La France a connu une évolution analogue avec l'apparition des SICAV monétaires à partir de 1982.*

<sup>28</sup> Cf. sur ce point, Joël Métais et Philippe Szymczak, « Les mutations du système financier français », Notes et Etudes Documentaires, n° 4820, La Documentation française, Paris, 1986.

<sup>29</sup> I.H. Giddy et D.L. Allen, « International Competition in Bank Regulation », Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, septembre 1979.

<sup>30</sup> Les occasions d'arbitrage ont deux sources principales : les possibilités de délocalisation physique — ou simplement comptable — des activités offertes par des réseaux denses d'implantations à l'étranger ; dans le cas des marchés de produits négociables (actions, obligations, produits dérivés), l'émergence de marchés-réseaux informatiques à l'échelle mondiale (par ex. « SEAQ international » pour les actions ou « Globex » pour les produits dérivés) facilite considérablement cette délocalisation. Enfin, les « swaps » sont par essence des instruments d'arbitrage entre les caractéristiques structurelles, réglementaires et fiscales des divers marchés.

d'octobre 1986 est suivie, entre autres, par les réformes de Paris (1988), Madrid, etc. De telles réformes reposent sur quelques principes généraux : les marchés de négociation remplacent les marchés de simple cotation. Ceci a pour corollaire l'abolition de l'ancienne distinction entre courtiers exécuteurs d'ordres d'un côté et contrepartistes — s'ils existent — de l'autre, et l'émergence de teneurs de marchés. Cette dernière concerne plus spécialement les marchés de Fonds d'Etat avec l'apparition d'agents spécialisés comme les spécialistes en Valeurs du Trésor français ou les *Primary Dealers in Gilts* britanniques. Ajoutons que la libre négociabilité des commissions de courtage s'est généralisée. Enfin, les banques et compagnies d'assurances entrent aujourd'hui à la Bourse en prenant le contrôle ou des participations dans des sociétés de Bourse.

Si cet examen des causes des transformations structurelles conjointes des marchés internationaux de capitaux et des systèmes financiers nationaux confirme le statut de plus en plus banalisé de la branche d'industrie des services financiers est très loin d'épuiser la liste des problèmes d'économie industrielle que pose désormais cette branche.

---

### QUELQUES PROBLÈMES D'ÉCONOMIE INDUSTRIELLE DUS À LA RESTRUCTURATION DES SERVICES FINANCIERS

---

48

Les transformations des marchés internationaux de capitaux de ces dix dernières années sont sûrement loin d'être parvenues à leur terme et d'avoir produit tous leurs effets. La globalisation de l'industrie des services financiers a pour l'instant conduit à l'émergence d'une surcapacité d'intermédiation financière<sup>31</sup>. A l'image des tendances similaires qui affectent d'autres branches d'industrie — comme la micro-informatique —, celle-ci devrait conduire à une restructuration qui devra, en tout état de cause, éviter des faillites d'institutions financières majeures.

L'examen d'un certain nombre d'aspects, aujourd'hui cruciaux, du système financier international à la lumière de l'économie industrielle devrait permettre de comprendre pourquoi on est parvenu à cette situation de surcapacité et d'éclairer quelques voies de la restructuration.

Exprimée en termes simples, la notion de surcapacité qui affecte aujourd'hui plutôt les secteurs des marchés de titres négociables et de l'ingénierie financière — et à moindre degré l'intermédiation dépôts-crédits des banques —, traduit seulement le fait que les institutions financières ont, au

---

<sup>31</sup> Cette notion fait l'objet de discussions de plus en plus fréquentes de la part tant des praticiens que des économistes. Du côté des premiers, un exposé convaincant est formulé dans Franz Galliker, *Overcapacity in an expanding global market*, Société de Banque Suisse, avril 1989. Les premières analyses théoriques de cette surcapacité dans le secteur bancaire international ont été développées, entre autres, par les économistes de la Banque d'Angleterre pour expliquer l'excès de prêts bancaires aux pays en voie de développement dans les années soixante-dix.

cours des années récentes, engagé des volumes trop importants de ressources en travail et en capital dans ces segments d'activité eu égard aux taux de profits ajustés par le risque qu'elles en attendent <sup>32</sup>.

Parmi les causes invoquées pour expliquer ce phénomène, on retiendra les trois suivantes :

- La protection que leur confère des systèmes de réglementation-surveillance d'abord soucieux d'assurer la stabilité du secteur financier permet le maintien de producteurs inefficaces. Dans ces conditions, l'émergence de nouveaux producteurs — notamment dans le cadre du processus d'innovation financière — se traduit par un accroissement net de capacité.

- Certains modèles théoriques ont permis de montrer que l'existence de systèmes d'assurance des dépôts et de prêteur en dernier ressort conduit notamment les grandes banques à développer leur capacité d'intermédiation au-delà du niveau d'équilibre dans un univers de concurrence parfaite. Cette tendance est renforcée par des comportements stratégiques interdépendants de structures de marché oligopolistiques <sup>33</sup>.

- Enfin, sans que cela soit contradictoire avec le premier argument, les mesures de déréglementation touchant un domaine précis d'activité (par exemple, le marché financier) ou une variété d'intermédiaires financiers conduisent, dans un premier temps, à l'entrée de nouveaux concurrents dans ce domaine, y créant ou y renforçant une situation de surcapacité. L'irruption des banques, britanniques et étrangères, dans les activités boursières à l'occasion du Big Bang, illustre typiquement ce propos.

49

La surcapacité d'intermédiation financière ne peut être objectivement mesurée. Tout au plus peut-on en apprécier les effets symptomatiques. De l'érosion des marges dans les activités d'eurocrédits à moyen terme à partir de la seconde moitié des années soixante-dix à celle sur les commissions de courtages sur les marchés boursiers après leur « Bang » déréglementaire, les exemples abondent de comportements de formation des prix qui en témoignent.

Comment la restructuration inéluctable du système financier mondial est-elle susceptible de s'opérer ? Il n'est pas question d'esquisser ici un quelconque scénario probable. Tout au plus s'agit-il d'éclairer la réflexion en ce domaine en approfondissant l'analyse de la signification de certaines des mutations récentes. On peut ordonner la discussion autour de quelques thèmes : les innovations et les produits, l'impact des nouvelles technologiques, les conditions et formes de la concurrence, la spécialisation et les échanges internationaux de services financiers.

---

<sup>32</sup> Avant le Krach d'octobre 1987, les maisons d'investment banking de Wall Street recrutèrent au rythme de 20 % l'an en termes nets. Leurs effectifs avaient ainsi doublé au cours des dix années précédant le Krach.

<sup>33</sup> Pour des développements plus complets sur les analyses de la surcapacité d'intermédiation financière, cf. J. Métails, « Towards a restructuring of the Financial Services Industry », in EPM Gardener ed., *The Future of Financial Systems and Services*, The Mac Millan Press, London, 1990.

### **Les innovations et les produits**

Comme nombre d'industries, celle des services financiers réalise aujourd'hui une part considérable de son chiffre d'affaires — et de ses profits — à l'aide de produits et services qui n'ont pas encore quinze ans d'existence. Si l'évolution de la branche est ponctuée de quelques innovations majeures, les acteurs financiers pris individuellement sont aujourd'hui engagés dans un processus permanent d'innovations mineures ou de simple différenciation de leur produit. Ceci ne peut être obtenu qu'au prix d'un effort systématique de recherche-développement parfois très coûteux. Les innovations ne pouvant être protégées par des brevets, la réputation de l'institution innovatrice est pratiquement la seule garantie du maintien du pouvoir — et du profit — de monopole que confère l'innovation. Dans ces conditions, le rythme des innovations est-il socialement optimal au regard, par exemple, des exigences de stabilité ou d'efficacité du système financier ?

Une chose est certaine toutefois. Les nouveaux produits se banalisent à une vitesse croissante. Nombre d'entre eux sont en peu de temps devenus de véritables marchandises. Les banques doivent en organiser la production et la distribution comme pour tout bien banalisé : la réduction draconienne des coûts à travers des volumes traités énormes est souvent une des voies de la réussite. Ainsi, aux Etats-Unis, les grandes innovations du début de la décennie quatre-vingt — comme les prêts hypothécaires titrisés, les swaps, etc. — ont-elles déjà rejoint le « Commercial Paper » au rang des produits financiers « marchandisés ». Pour retarder les conséquences en termes d'érosion des profits de cette banalisation des produits nouveaux, leurs promoteurs sont aussi tentés d'en élargir les débouchés dans l'espace international, conformément à ce qu'enseigne la théorie du cycle du produit de Vernon qui reçoit ainsi des applications de plus en plus fréquentes dans le domaine financier.

### **L'impact des nouvelles technologies**

Cette dynamique des innovations et des produits est la résultante de deux types au moins d'influences : les progrès technologiques et les évolutions des caractéristiques micro-économiques de la demande de produits et services financiers. Au cours de ces dernières années, les investisseurs institutionnels de tous ordres ont supplanté les investisseurs individuels<sup>34</sup>. Ceci a entraîné un double mouvement au niveau de la demande de produits financiers : d'un côté une demande de produits « marchandisés », d'emploi simple, peu risqués, et à très faible coût<sup>35</sup>, de l'autre une demande des produits taillés sur mesure,

34 Aux Etats-Unis, les caisses de retraite gèrent actuellement environ USD 2 trillions de capitaux ; en France, les SICAV pèsent 1 500 milliards de F ; au Japon les compagnies d'assurance-vie règnent sur 116,2 trillions de yens (ce sont là quelques exemples pour l'année 1990).

35 Ceci explique le succès des produits dérivés dont le haut degré de standardisation permet de réduire les coûts de transaction associés à leurs échanges, comparés à ceux des actifs sous-jacents. Plus ponctuellement, on analyse dans les mêmes termes le succès des produits de gestion indiciaire. Les gérants de portefeuille y recourent pour faire l'économie d'une quête d'information coûteuse sur les valeurs qui seraient susceptibles d'entrer dans le portefeuille diversifié par leurs soins.

souvent à l'occasion d'opérations de placement privé. Ces remarques valent aussi pour l'évolution de la clientèle des emprunteurs. Leur sophistication financière croissante les rend à la fois très sensibles aux bas prix de certains services financiers et à la très haute technicité et à la personnalisation de certains autres.

L'incorporation massive des progrès technologiques peut contribuer à accentuer de manière décisive ces deux évolutions<sup>36</sup>.

Plus généralement, les progrès technologiques et les innovations tant de produits que de processus qui leur sont associées remettent en cause certains fondements de l'activité financière et de ses modes traditionnels d'organisation. La notion d'actif synthétique — obtenu par la combinaison de produits de financement et de produits dérivés — révèle ainsi les possibilités de désintégration et de recombinaison du processus de production des actifs financiers. Plus généralement, les instruments de gestion des risques — contrats à terme, options, swaps — s'apparentent à autant de moyens d'une gestion externalisée des risques par les intermédiaires financiers. A partir de ces diverses constatations il est facile d'admettre que les progrès technologiques peuvent remettre en cause le degré d'intégration verticale et/ou horizontale de la production des actifs et services financiers (en particulier l'intégration de la production et de la distribution). Ils débouchent aussi sur une redistribution des avantages comparatifs propres aux diverses catégories d'intermédiaires financiers et sur l'érosion des frontières réglementaires entre leurs activités. Ceci concerne aussi le tracé des frontières entre agents financiers et agents non financiers. Ces derniers sont de plus en plus entrés dans la branche financière au cours des années passées soit en internalisant certaines fonctions financières que leur ont abandonnées — ou déléguées — leurs banques, soit pour devenir des producteurs de services financiers à part entière<sup>37</sup>. Il n'est pas jusqu'à la conception même de l'organisation de la prestation de certains services financiers qui ne soit fondamentalement remise en cause par les progrès technologiques. Ainsi les Bourses comme lieux d'échanges de titres et de produits dérivés ont d'abord vu leurs modalités de fonctionnement profondément modifiées par l'introduction de la cotation assistée par information, puis par la création de marchés-réseaux (type SEAQ ou NASDAQ). Aujourd'hui, c'est la notion même de Bourse qui est remise en cause par l'émergence de systèmes informatiques permettant des placements et échanges de titres de gré à gré<sup>38</sup>. Ceux-ci sont promus par des sociétés de

<sup>36</sup> Par exemple, lorsque le « Commercial Paper » est devenue une marchandise banalisée, nombre de courtiers, et non des moindres, ont préféré se retirer de ce marché désormais non lucratif. Pourtant une maison comme Goldman-Sachs a informatisé massivement sa salle de marché pour cet instrument multipliant en peu de temps la productivité par quatre et réalisant des profits acceptables sur la base de très bas coûts opératoires (cf. « The Future of Wall Street », Business Week, 5 novembre 1990).

<sup>37</sup> Aux Etats-Unis, en 1988, le marché des prêts à la consommation était accaparé à hauteur de 19 % par les producteurs d'automobiles et de 1,2 % par certains producteurs de biens durables à travers leurs filiales financières. Les banques en détenaient 58,4 % (cf. « International Banking Survey », The Economist, 7 avril 1990).

<sup>38</sup> Cf. The Future of Wall Street, op. cit. Du fait de la croissance des marchés de type NASDAQ et SEAQ international et de l'émergence plus récente de ces réseaux informatiques d'échanges de gré

services informatiques et des agences d'information (comme REUTERS) qui font ainsi leur entrée dans la branche des services financiers. Les conditions de la concurrence en sont profondément modifiées.

### **Les marchés de produits et services financiers sont-ils contestables ?**

Il semble en particulier qu'à la suite de la déréglementation et de ces nouvelles conditions technologiques de la production, un nombre croissant de segments des marchés de services financiers puissent être considérés comme des marchés contestables ou proches de cette situation<sup>39</sup>. Compte tenu de l'existence vraisemblable de subventions croisées implicites au sein des activités de nombreux agents financiers, les risques sont grands de voir les nouveaux entrants développer des stratégies d'écramage. La connaissance et la maîtrise des coûts deviennent alors cruciales pour la plupart des institutions financières qui sont devenues des entreprises multiproduits. D'ores et déjà il est démontré que les comportements d'entrée-sortie dans de nombreux segments des activités de marché ou dans les domaines du crédit spécialisé — comme le crédit hypothécaire en Grande-Bretagne ces dernières années — sont l'expression de telles stratégies.

Ces nouvelles formes de la concurrence ont jusqu'à maintenant eu un effet positif sur le prix des services financiers dont ont largement bénéficié les utilisateurs. Mais compte tenu de la relative inertie des coûts moyens de diverses catégories d'intermédiaires financiers, il en est résulté une érosion considérable de leur rentabilité<sup>40</sup>. Après avoir affecté les banques de dépôts à partir de la fin des années soixante-dix — en particulier, celles plus fortement impliquées dans les opérations en euro-devises, par nature fortement concurrentielles —, cette évolution atteint aujourd'hui les *Investment banks* et autres maisons de titres. Aujourd'hui, de nouveau, la branche financière voit certains de ses secteurs menacés de faillite — ou en faillite : ce phénomène, un peu oublié depuis les années trente, confirme aussi, hélas, le statut banalisé de cette branche.

### **Enjeux et formes de la spécialisation internationale dans l'industrie des services financiers**

Les récentes négociations de l'Uruguay Round comme les perspectives ouvertes par le marché unique européen ont attiré l'attention sur l'importance des échanges de services au sein des échanges commerciaux mondiaux. De fait, les évolutions des dix dernières années traduisent une libéralisation

à gré, la part des titres inscrits à la cote du New York Stock Exchange et échangés dans le cadre de cette bourse a chuté de 80 % à 60 % entre 1985 et 1990 !

39 Phil Davis a montré qu'il en allait largement ainsi dans le cas des marchés d'euro-obligations. Cf. « *Industrial Structure and dynamics of financial markets : the primary Eurobond market* », *The Journal of International Securities Market*, hiver 1988.

40 Le taux de rendement des fonds propres, avant impôts, des grandes maisons de Wall Street est passé de 49 % à 71 % entre 1980 et 1989. C'est là une des conséquences directes de la déréglementation contenue dans la réforme de mai 1975. D'après « *International Capital Markets : a survey* », *The Economist*, 21 juillet 1990.

croissante des échanges de services financiers : l'ouverture de nombreux pays à l'implantation des banques ou des maisons de titres étrangères, la multiplication d'accords de réciprocité (en particulier dans le domaine encore très sensible de l'accès au statut de membre d'une Bourse par des opérateurs étrangers), la généralisation de l'abolition des contrôles des changes, en sont autant de marques. Il n'est alors pas surprenant que l'industrie de services financiers soit de plus en plus au centre de préoccupations de politique économique et industrielle. La déréglementation des systèmes financiers des grands pays industrialisés est une des modalités d'expression d'une large prise de conscience de l'importance stratégique attachée à un système financier performant et compétitif. Ce n'est pas là seulement un problème de satisfaction, aux meilleures conditions, des besoins de financement de l'économie nationale. Les enjeux dépassent largement ce cadre : il y va de l'emploi, des recettes fiscales ou des recettes d'invisibles de la balance des paiements, liées à l'activité d'une branche d'activité qui pèse désormais parfois très lourd dans le Produit National Brut d'un pays <sup>41</sup>.

Outre les actions des pouvoirs publics, les agents privés ne sont pas en reste pour développer leur capacité concurrentielle au niveau international. Pour apprécier la signification et la portée de ces efforts conjoints des autorités et agents privés, il faut tenir compte de deux tendances très récentes des marchés internationaux de capitaux : le rapatriement d'une partie des activités de l'espace des euromarchés vers les espaces nationaux, après l'érosion des frontières entre les deux, consécutive aux innovations et à la déréglementation ; le déplacement de la concurrence des intermédiaires classiques — où elle a déjà atteint une forte intensité — vers les marchés de titres et de produits dérivés et les systèmes d'information-cotation qui les sous-tendent ou, parfois, sont leurs rivaux.

Il n'est pas de notre propos d'entrer ici dans une étude des facteurs responsables de la compétitivité des acteurs ou des places. Tout au plus noterons-nous qu'au cours des dernières années, un certain nombre de pays sont apparus comme de nouveaux producteurs-exportateurs de services financiers, défiant les producteurs traditionnels, comme ils l'avaient fait auparavant dans certains domaines industriels. Le cas du Japon est, à cet égard, très révélateur. Tandis que la part du Royaume-Uni dans les activités bancaires internationales recensées par la BRI passait de 27,1 % à 20,5 % entre 1975 et 1989, celle du Japon croissait brutalement de 4,6 % à 20,6 % <sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Au cours de la période 1975-1985, la valeur ajoutée imputable au secteur financier en Grande-Bretagne a été multipliée par 4. Puis elle a crû de 59 % entre 1985 et 1988 (période incluant le « Big Bang »). Ainsi sa part dans le PNB est-elle passée de 7,2 % à 13,9 % entre 1975 et 1988. Les recettes d'invisibles imputables à ce secteur sont passées dans le même temps de 1 à 7,4 milliards de livres sterling. Le chiffre de 1988 prend toute sa signification si on rappelle que le déficit de la balance des paiements courants a pu ainsi être ramené à 14,6 milliards de livres. Cf. « London as an International Financial Center », Bank of England Quarterly Bulletin, novembre 1989. Il importe de souligner que l'industrie des services financiers représente un enjeu bien plus important pour l'économie de pays comme le Luxembourg ou Singapour qui en font un des piliers de leur développement.

<sup>42</sup> Source : London as an international financial center, op. cit. La « Performance » japonaise s'explique largement par la création d'une zone franche (à l'image de celles créées, dans le même

## LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Une telle évolution est à l'image de la percée des banques japonaises au niveau des activités bancaires mondiales : en 1990, elles représentent 38 % des créances bancaires internationales. Par leur puissance, elles contribuent aussi à renforcer le potentiel de la branche financière d'un certain nombre d'autres pays à travers la délocalisation de leur production d'actifs financiers par le biais de leurs succursales et filiales étrangères : elles représentent ainsi désormais 36 % de toutes les créances bancaires internationales de la City où elles produisent 26 % de tous leurs crédits internationaux.

Ces derniers exemples ne donnent qu'un aperçu de l'organisation mondiale de la production des actifs bancaires et des spécialisations qui s'en dégagent. Le phénomène est en fait plus général et touche aussi les marchés de titres et, surtout, ceux de produits dérivés. On a vu que ceux-ci sont depuis cinq ans la composante la plus dynamique du système financier international. Ce sont des produits plus sophistiqués et ils appartiennent à une composante particulièrement innovatrice de la branche d'industrie des services financiers. Ceci amène à une constatation intéressante. Si, au cours de la décennie quatre-vingt, les banques de dépôts américaines ne cessent de battre en retraite — au fur et à mesure de la poussée nippone —, en revanche les marchés de produits dérivés américains déploient des efforts considérables pour conserver la prééminence mondiale. Certes, comme le révèle le tableau 7 ci-après, leur part de marché ne cesse de s'éroder.

54

TABLEAU 7

### ÉVOLUTIONS DES PARTS DE MARCHÉS DES PRODUITS DÉRIVÉS (en %)

	1985	1987	1988	1989
Londres (1)	3,1	5,2	6,6	7,5
Etats-Unis				
Total	94,1	84,0	80,7	78,1
CBOE (2)	35,8	28,7	20,5	19,8
CBOT (2)	17,0	16,0	21,4	18,1
CME (2)	12,5	11,2	12,0	13,9
Europe Continentale	1,8	5,5	6,1	7,1
Canada	0,3	0,4	0,6	1,1
Tokyo	0,1	2,9	3,9	3,2
Autres				
Extrême-Orient	0,7	4,8	6,0	6,2

Source : Bank of England Quarterly Bulletin, novembre 1989.

(1) Ce chiffre regroupe les six marchés londoniens de produits dérivés.

(2) CBOE : Chicago Board of Options Exchange.

CBOT : Chicago Board of Trade.

CME : Chicago Mercantile Exchange.

but, par les Etats-Unis en 1981 avec la formule des International Banking Facilities). Apparue en 1987, celle-ci « immatriculait » 7,1 % des activités bancaires internationales en 1989.

## MARCHÉS DE CAPITAUX

Ce phénomène tient sans doute largement au fait que des marchés qui n'existaient pas au début de la décennie sont apparus pour exploiter un avantage comparatif d'essence naturelle, puisque lié au fuseau horaire sur lequel ils se situent. Mais les marchés américains de produits dérivés occupent encore une indéniable position dominante. De la même façon, les classements des grandes banques arrangeurs ou teneurs de marchés sur les swaps témoignent d'une nette domination de certaines institutions d'outre-Atlantique. Peut-on voir dans ces quelques indices le signe d'un choix de spécialisation dans la production mondiale de services financiers ? C'est un point qui mérite une réflexion approfondie au regard de l'inéluctable restructuration qui se prépare dans ce secteur et dont le naufrage des caisses d'épargne américaines — et demain les banques ? — n'est peut-être qu'un signal avant-coureur.