

# TENDANCES RÉCENTES ET CHANGEMENTS STRUCTURELS DU MARCHÉ DES SERVICES FINANCIERS

DR. GUNTHER BROKER \*

**D**epuis la fin des années 1980, les marchés des services financiers dans leur ensemble ont été affectés par un certain nombre d'influences qui, pendant les années 1980, avaient eu peu d'effet ou n'avaient pas été aussi visibles qu'elles le sont aujourd'hui, ou qui n'avaient pas encore été en œuvre du tout. Parmi les influences à l'œuvre depuis quelque temps et qui ont acquis davantage d'intensité dans les années les plus récentes, deux développements affectant principalement les marchés des services bancaires de détail peuvent être mentionnés : d'abord, la tendance au «vieillissement» des populations, observable dans de nombreux pays industrialisés, notamment en Europe ; ensuite, la croissance du petit investisseur, de plus en plus expérimenté, sophistiqué, moins soumis aux risques et plus fortuné.

75

La tendance au «vieillissement» des populations influence les marchés des services financiers à travers un processus complexe de réactions en chaîne. Dans la mesure où, en raison d'un accroissement d'une espérance de vie générale, la période de la retraite d'une partie de plus en plus nombreuse de la population s'étend, il existe un besoin croissant pour produire collectivement et individuellement des indemnités de retraite (*retirement benefices*) complémentaires.

Ces besoins croissants d'un revenu «vieillesse» ont d'eux même engendré des contraintes sur les systèmes publics ou privés d'indemnités de retraite, contraintes qui ont été renforcées ces dernières années par les effets de chômage élevé. Les gouvernements, soumis à une pression politique accrue pour prendre des mesures susceptibles de remédier à cette situation dans ce champ de politique sociale important, s'efforcent de plus en plus de renforcer le «troisième pilier» du «filet de sécurité sociale vieillesse» en encourageant les arrangements personnels volontaires pour produire un revenu «vieillesse» complémentaire. En conséquence, la demande privée pour un marché des produits d'indemnités de retraite et des

---

\* Ancien chef de la division des marchés financiers de l'O.C.D.E.

produits d'investissements liés a fortement augmenté ces dernières années.

La demande supplémentaire de produits d'investissement «vieillesse» provient du fait que des parts croissantes de la population atteignant l'âge de la retraite et recevant d'importantes sommes de capitaux issues de contrats d'assurance-vie échus, cherchent des points de ré-investissement adéquats. Cette demande supplémentaire de réinvestissement est renforcée par le fait que de forts montants de la fortune personnelle accumulée après la Seconde Guerre mondiale changent de mains par voie de succession, et cela de façon d'autant plus marquée à une époque où les héritiers eux-mêmes ont déjà, ou presque, atteints l'âge de la retraite.

Le second développement indiqué ci-dessus, la croissance du petit investisseur sophistiqué, influence les marchés des produits financiers de détail et les services dans la mesure où la demande pour des produits d'épargne plus complexes offrant des rendements supérieurs et de plus grandes chances de bénéfices, mais exposant aussi les investisseurs à de plus grands risques de pertes de capitaux, a fortement augmenté. Au même moment, on a noté une plus forte demande pour des conseils d'investissement de haute qualité et des services consultatifs plus généraux en matière de gestion de patrimoine, fiscale et successorale.

76

S'il s'est agi d'éléments de long terme affectant la demande des marchés des services financiers, deux facteurs ont eu à la fois un effet de réajustement ponctuel et une influence de long terme sur le comportement des banques, qui continuent d'occuper les positions les plus importantes sur l'offre des marchés de services financiers. Les deux influences en question sont la déréglementation financière et l'introduction de critères de capital plus sévères pour les banques avec, fin 1992, un minimum de 8% sur les actifs à prix-pondéré à mettre en œuvre. Les deux facteurs associés ont exercé une pression considérable sur les banques pour développer de nouvelles stratégies en vue de la réalisation de deux objectifs principaux : d'abord, chercher de nouveaux et de plus profitables espaces d'activité afin de contrecarrer la réduction des bénéfices due à une concurrence accrue dans les activités bancaires traditionnelles, en particulier le prêt aux entreprises; ensuite, élargir ces espaces qui n'apparaissent pas dans la croissance du bilan, afin d'économiser l'utilisation de capital tout en étendant dans le même temps les revenus issus de commissions et de négociations. Ces deux facteurs ont fourni un puissant effet sur les banques pour renforcer leur compétitivité au moyen d'un coût, d'un bénéfice et d'une gestion du risque plus élevés, pour remplacer de plus en plus la concurrence pour les parts de marché «à tous prix» par la concurrence par la performance, la réputation de crédit et l'image de marque.

Enfin, deux autres influences ont affecté les marchés des services

financiers et les institutions financières opérant dans ces marchés, influences entièrement neuves et que l'on pouvait difficilement, ou pas du tout, prévoir à la fin des années 1980; d'une part, la longueur de la phase actuelle de faible activité économique, pour ne pas dire de récession, entraînant, une fois de plus comme au début des années 1980, de nombreuses faillites ou des difficultés pour les entreprises, et donc, un important montant de créances douteuses sur les livres des banques; d'autre part, la chute du mur de Berlin, en novembre 1989, et l'ouverture générale de l'Est anciennement communiste à des idées de marché occidentales de gestion économique générale. La croissance du géant chinois pourrait être perçue comme entrant dans le domaine de ce facteur. Il est évident que ce dernier développement fournira un vigoureux et durable élan aux opérations internationales des banques et institutions financières et à l'internationalisation des marchés des services financiers, même si jusqu'à présent il y a eu peu de résultats visibles.

#### *Les marchés des services financiers de détail*

Les marchés des services financiers de détail, qui comprennent les produits d'épargne des ménages, ont été fortement marqués par les deux influences mentionnées : tendance au «vieillessement» des populations et demande conséquente en produits d'indemnités de retraite et d'investissement afférents; croissance du petit investisseur sophistiqué. Les banques, les compagnies d'assurance-vie et l'industrie des fonds d'investissement ont vigoureusement répondu à ces nouveaux besoins et demandes émanant des ménages qui continuent de représenter la plus importante concentration de ressources financières disponible dans l'économie. Les compagnies d'assurance-vie et le secteur des fonds d'investissement ont été les premiers et immédiats bénéficiaires de ces développements dans la mesure où ces institutions ont juste eu à augmenter leur «production» de produits répondant à la demande croissante. Les banques disposant de fortes positions dans le secteur de fonds d'investissement et de liens serrés avec l'industrie de l'assurance-vie, qui étaient initialement peu nombreuses, en ont également profité.

Avec le développement de la concurrence dans ce vaste et lucratif marché, un nombre croissant de banques, de compagnies d'assurance-vie et de compagnies de gestion de fonds d'investissement ont fait des efforts pour renforcer leurs positions. Les banques, dans la mesure où elles ne l'avaient pas déjà fait, se sont massivement portées vers l'activité de l'assurance-vie, à la fois du côté de la «production» et de celui de la «distribution». Dans la mesure où la «fabrication» des produits d'assurance-vie est, *de jure*, un monopole des compagnies d'assurance-vie, les ban-

ques ont eu à créer de nouvelles compagnies d'assurance-vie, ou à en acquérir, ou à «fusionner», *via* la co-propriété d'un «holding», avec des compagnies existantes, donnant ainsi essor au mouvement de «bancassurance» désormais mondialement étendu. D'autres banques ont cherché un accès aux produits d'assurance-vie pour les distribuer dans leur réseau de filiales en passant des accords de type coopératifs. Cette dernière approche a aussi été de plus en plus adoptée pour la pénétration réciproque de marchés étrangers. Parfois les initiatives pour les arrangements de «bancassurance» ont aussi été prises par des compagnies d'assurance-vie cherchant à étendre leur puissance de distribution dans ce marché où le succès est largement déterminé par le nombre de points de vente plutôt que par la concurrence de prix ou de produit.

Les institutions bancaires plus petites avec de fortes positions dans la banque de détail (*retail banking*), comme les banques d'épargne et les coopératives de crédit, ont adopté une approche encore différente. Cherchant à obtenir un accès facile et bon marché à la «fabrication» de produits d'assurance-vie, aussi bien que de produits de fonds d'investissement, ces établissements ont dans certains pays organisé des institutions centrales en propriété collective dont elles distribuent les produits grâce à leurs points de vente. Les banques postales de plusieurs pays ont adopté une approche similaire pour parvenir à une utilisation plus efficace de leurs larges réseaux de distribution.

Eu égard aux fonds d'investissement, les stratégies visant à une concurrence plus efficace ont été quelque peu similaires dans la mesure où, dans les pays encourageant par la loi le contrat type de fonds d'investissement, davantage de banques ou de compagnies d'assurance-vie, ont organisé des sociétés de gestion de fonds d'investissement de leur propre chef ou en ont acquis afin de se ménager un accès à la «fabrication» des produits de fonds d'investissement pour les vendre *via* leurs réseaux de filiales. Dans les pays favorisant la structure SICAV, notamment en France, les banques ont promu la vente de fonds d'investissement sur une base de production-maison (*in-house production*). Les sociétés d'assurance-vie se sont parfois portées vers les activités des fonds d'investissement dans le double but de lancer des produits d'assurance-vie (*unit-linked*) et de vendre des investissements de fonds (*unlinked*).

La concurrence dans les marchés pour les produits de fonds d'investissement, bien que la concurrence territoriale, i.e. la concurrence *via* les réseaux de distribution, soit importante, prend largement la forme d'une concurrence *via* l'innovation des produits et *via* la référence à une performance antérieure. Dans la mesure où chaque nouveau fonds présentant des caractéristiques rendement-risque et une liste de performances différentes, peut être considéré comme représentant un nouveau produit, on

observe une prolifération impressionnante de nouveaux produits dans ce champ au cours des dernières années. Aujourd'hui, les investisseurs disposent d'un choix tellement vaste de fonds d'investissement différents qu'il leur est devenu plus difficile de choisir un fonds (*fund picking*) que des titres (*equity picking*), pour ceux qui préfèrent l'acquisition directe de valeurs. Même, le secteur des fonds d'investissement a fait, et continue de faire, de considérables efforts pour répondre à tous les goûts et préférences concevables par rapport aux caractéristiques des produits dans lesquels les investisseurs peuvent souhaiter investir. La gamme de types de fonds, sans mentionner le nombre de fonds au sein d'une même catégorie, est devenue assez large. En classant les types de fonds selon les instruments dans lesquels ils investissent par excellence, on peut établir une distinction entre les fonds investis sur le marché monétaire orientés nationalement ou internationalement, (*equity funds, bond funds, convertible bond funds, mixed equity-bond funds, futures and options funds, funds of funds*), i.e. des fonds dans d'autres fonds d'investissement, et fonds investis dans l'art, les métaux précieux, les matières premières, et autres instruments «exotiques» d'investissements. Les *equity funds* peuvent encore être divisés selon les pays et les régions du monde, ou selon les branches d'industrie. Certains fonds, principalement organisés comme des *closed-end funds*, sont spécialisés dans les marchés en émergence. Les plus récents produits de cette catégorie sont des fonds chinois, vietnamien et cubain. Les fonds d'investissements sont parfois aussi divisés en fonds de croissance, destinés à produire des bénéfices de forte valeur, et fonds de revenu, visant à réaliser des revenus courants élevés.

79

Une autre classification est possible si l'on se réfère à certaines techniques de gestion de portefeuille, qui dans certains pays ne sont pas, ou pas encore, autorisées; et les fonds entrant dans de telles catégories sont donc parfois gérés à partir d'une base *offshore*. Ainsi, il y a des fonds de couverture (*hedge funds*) utilisant certaines techniques particulières de couverture pour améliorer les performances; les fonds d'endettement (*leverage funds*) fonctionnant avec beaucoup de fonds empruntés; les fonds indices (*indice funds*) qui essaient de reproduire les performances d'indices d'actions spécifiques (*share price indices*); les fonds «quantitatifs» (*quantitative funds*) utilisant des programmes informatisés de gestion de portefeuille; les fonds «garantis» (*guaranteed funds*) qui garantissent un taux de rendement minimum précisé ou le maintien de la valeur du capital initial. Il en existe sûrement d'autres. Pour guider les investisseurs dans ce vaste et complexe univers du fonds d'investissement, les entreprises spécialisées émettent de plus en plus à intervalles réguliers des listes de *best performers*, qui peuvent être utiles pour les investisseurs cherchant à identifier les équipes de gestion de fonds avec des rapports de performance supérieurs.

Les fonds d'investissement hautement spécialisés sont souvent gérés par des compagnies de gestion de fonds indépendantes qui ne bénéficient pas d'un accès facile aux réseaux de distribution des banques et des compagnies d'assurance-vie. Donc, les compagnies de gestion utilisent leurs techniques de vente, comme la vente par correspondance, ou *via* des entreprises de conseils en placements et de courtage indépendantes et hautement qualifiées; ou bien elles se contentent d'attirer le petit investisseur à «haute valeur nette» grâce à un rapport de haute performance. Afin d'augmenter le volume des fonds sous gestion pour réaliser ainsi de fortes économies d'échelle, les compagnies de gestion de fonds indépendantes ciblent souvent leurs fonds à l'intention des investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance-vie et les fonds de retraite.

#### *Les marchés des services financiers des sociétés*

80

Le cœur de l'activité traditionnelle de sociétés de banques, le prêt à court et moyen terme aux sociétés a, ces dernières années, été sévèrement frappé par l'effet combiné d'une concurrence des prix plus intense due à la dérégulation financière, la tentative des banques de ralentir la croissance de leur bilan pour atteindre l'objectif du capital standard à la fin 1992, et le double impact de la quasi-récession sur la qualité de l'activité de portefeuille d'emprunt des banques et de l'état de santé généralement mauvais du secteur des sociétés. Comme dans les quasi-récessions antérieures du début des années 1980 et du milieu des années 1970, on a enregistré un nombre notable de faillites, et parmi les entreprises qui n'ont pas jusqu'ici fait faillite, plusieurs connaissent un besoin urgent de restructuration et de réorganisation. Les entreprises plus importantes, dans la mesure où elles ont réussi à rester en relativement bonne forme, ont été de plus capables de lever des fonds par l'émission d'instruments de dette négociables à meilleur marché plutôt qu'au moyen d'emprunts auprès des banques; *a fortiori* dans plusieurs cas les taux de crédit des banques ont chuté au-dessous de ceux des meilleures entreprises industrielles et commerciales. Pour terminer le tableau de l'état sinistré qui caractérise l'activité de prêt aux sociétés de banques des dernières années, il peut suffire de rappeler les pertes résultant, dans plusieurs pays, de l'effondrement du marché de l'immobilier en général et du secteur commercial en particulier. Dans des pays scandinaves, cet événement catastrophique a incité le système bancaire à se mettre en situation d'insolvabilité nécessitant des opérations de sauvetage sans précédent de la part des gouvernements.

Il paraît compréhensible que sous de telles conditions les banques soient devenues extrêmement réticentes, prudentes et hautement sélectives pour s'engager dans toute nouvelle activité de prêt, de telle sorte que

dans certains pays, il y a des craintes de contraction de *lending crunch* constituant un obstacle sérieux à toute relance économique.

D'autres espaces des larges marchés des services financiers aux sociétés se sont de plus en plus épanouis, notamment parce que le rétablissement économique largement attendu, ou espéré, est précédé par un vigoureux rétablissement à la fois du marché des obligations et des valeurs. Les banques dotées de solides positions dans la «banque d'affaires» ont fortement étendu leurs activités dans un espace appelé, dans le jargon professionnel, «3R» *business* («Restructuration, Rights issues and Rescues»). Les banques avec des capacités dans la banque d'affaires se sont, ces dernières années, particulièrement préoccupées de fournir une large gamme de services de conseil et d'assistance technique destinés à aider les entreprises en difficultés dans leurs efforts parfois désespérés de retomber sur leurs pieds et de se repositionner dans les marchés des biens et des services, marchés de plus en plus complexes, concurrentiels, et intensément internationalisés. L'expansion du «3R» *business* s'est, dans certains pays, reflétée dans un rétablissement prononcé des activités de fusions et d'acquisitions, en particulier eu égard aux fusions et aux achats transfrontaliers affectant l'espace de la Communauté Européenne.

Si l'on compare la renaissance récente des activités de fusions et d'acquisitions avec les phases d'expansion précédentes, il semble que cette fois les prises de possession hostiles sont pratiquement inexistantes et que ces opérations sont beaucoup plus ajustées aux besoins réels des entreprises engagées que cela n'était le cas dans le passé. Visant à restaurer une rentabilité saine et soutenue, les entreprises engagées dans différentes activités essayent souvent de se débarrasser des composantes entraînant des pertes de leurs conglomérats en les vendant à d'autres entreprises mieux placées pour les exploiter. Un autre trait original du récent rétablissement des opérations de fusions et d'acquisitions consiste dans le fait que les financements reposant sur des valeurs jouent un rôle bien plus important que cela n'était le cas durant «la période du junk bond».

Un autre espace d'activité de banques d'affaires typique où, au cours de l'année 1993, de nouvelles opportunités pour une activité de commission rentable s'est ouvert, mais où la concurrence pour les mandats de conseil est certainement devenue intense, est la reprise d'énergiques efforts de privatisation engagés par plusieurs gouvernements au sein et à l'extérieur de l'espace de la CEE. Ce mouvement semble révélateur à la fois du degré de concurrence et du degré d'internationalisation atteint dans ce champ particulier, que le gouvernement des Pays-Bas ait choisi un conseiller non-hollandais pour préparer le lancement en 1994 du *Koninklijke PTT Nederland*, l'entreprise de poste et télécommunications.

Un «terrain de jeu» entièrement nouveau pour les banques dotées de

capacités de banques d'affaires s'est ouvert en Europe centrale et en Europe de l'Est à la suite de la chute du mur de Berlin, en novembre 1989. Les besoins pour la réhabilitation, la restructuration et la privatisation efficace des entreprises, sont énormes. La réalisation de solutions adéquates dans ce champ requiert des injections énormes non seulement de services de conseils et d'assistance technique traditionnels, mais aussi de services de formation à la gestion, aussi bien que l'apport de montants considérables de capital à haut risque. Souvent, il a fallu élaborer des approches entièrement nouvelles de coopération étroite avec les nouveaux gouvernements; approches qui dans la plupart des cas ne pouvaient reposer sur l'expérience occidentale. Afin d'élargir la base commune nécessaire au processus de transformation dans les secteurs des entreprises de ces pays, les banques, et les entreprises spécialisées dans la gestion des fonds ont établi de nombreuses «joint-ventures» en prenant des participations dans de nouvelles entreprises ou dans celles existantes et ont restructuré les entreprises «privatisées». Ces opérations ont exigé les efforts associés de plusieurs institutions, parfois avec un soutien au moyen de participation de capital de la part des gouvernements des pays concernés. Les banques avec des aptitudes de banques d'affaires ont aussi apporté des contributions majeures à la construction de l'infrastructure légale sur laquelle doit s'appuyer une solide et viable transformation des secteurs productifs, comme des secteurs financiers, de ces économies.

82

#### *Les marchés des services liés aux actifs financiers*

L'activité sur les marchés pour les services liés aux actifs financiers ont été fortement relancés par trois développements étroitement rattachés entre eux: d'abord, par la baisse mondiale des taux d'intérêt favorisant la demande pour les investissements en obligations et déclenchant une avalanche de nouvelles questions de garanties des dettes; deuxièmement, par le rétablissement mondial soudain des marchés des valeurs en 1993, qui a été stimulé par l'espoir d'une reprise économique en 1994-95 et d'un puissant rétablissement subséquent des bénéfices des sociétés; troisièmement, une expansion phénoménale de la demande pour les fonds d'investissement de la part des ménages et des investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance-vie et les fonds de retraite. En ce qui concerne ceux-ci, deux types d'institutions sont devenues, en quelques années, des collecteurs de plus en plus importants des épargnes fiscalement privilégiées des ménages assignées au revenu sécurité «vieillesse» (*old age income security*). Facteur particulier stimulant la demande de valeurs de la part de ces institutions, une amélioration générale des conditions du marché des valeurs qui a entraîné un changement majeur

dans l'allocation des actifs d'importantes sommes de liquidités accumulées pendant la phase des courbes de rendement inverse vers des instruments d'investissement à long terme à la fois obligations et valeurs.

Si tous ces éléments ont contribué à une amélioration prononcée des conditions du marché, on peut alors soutenir que les véritables forces motrices dissimulées sous la récente expansion des activités liées aux valeurs ont été les banques, d'une part, et la profession de la gestion des fonds, d'autre part, les deux joignant souvent leurs efforts en de puissantes synergies. Les banques en quête d'une activité de commission rentable n'alourdissant pas leurs bilan ont fait de considérables efforts pour promouvoir la «fabrication» et la «distribution» des fonds d'investissement, et cela aussi dans les pays dans lesquels les banques n'ont pas occupé jusqu'ici de fortes positions dans l'activité des fonds d'investissement. En particulier au Royaume Uni et aux Etats-Unis. Les équipes de gestion des fonds, d'autre part, agissant soit au nom de banques, de compagnies d'assurance, soit d'entreprises indépendantes de gestion ont énergiquement tenté d'étendre le volume des fonds confiés à leur gestion afin de profiter des économies d'échelle et d'atteindre la masse critique nécessaire pour faire de la gestion de fonds une activité rentable.

Au cours du processus, la concurrence dans le domaine de la gestion de fonds s'est considérablement intensifiée. Dans leurs efforts pour renforcer leurs situations concurrentielles, les gestionnaires de fonds ont généralement adopté trois stratégies combinées: d'abord, ils ont essayé d'attirer de nouveaux clients grâce à une amélioration de leur rapport de performance; puis, ils ont suivi une politique déterminée d'innovation de leurs produits par une diversification d'une gamme toujours croissante de fonds différents; enfin, ils ont essayé de diversifier leur clientèle en se portant massivement vers une activité de gestion de fonds institutionnels et en attirant en particulier les mandats de gestion de fonds du puissant secteur des fonds de retraite.

Les succès remportés ces dernières années par la gestion des fonds sont impressionnants. Il y a eu une spectaculaire expansion à la fois dans le nombre des fonds offerts à la vente et dans les quantités de fonds gérés. La part des fonds gérés pour le compte d'investisseurs institutionnels a remarquablement augmenté dans un certain nombre de pays depuis quelques années; et les techniques et compétences de gestion de portefeuille se sont développées à un tel point que les meilleurs gestionnaires de fonds sont de plus en plus parvenus à «battre l'index», i.e. les indices qui servent souvent de repères pour la mesure des performances.

Autre résultat, peut-être pas entièrement désirable, de l'intense concurrence dans le secteur de la gestion de fonds, au moins dans certains pays, la concentration de ladite gestion dans un nombre de mains de plus en

plus restreint. Au Royaume Uni, par exemple, la moitié des sommes des portefeuilles de fonds de retraite sont gérées par 12 à 15 équipes de gestion de fonds de haut niveau tout au plus. Cela pose d'importants problèmes pour les politiques destinées à contenir les risques systémiques et à maintenir la confiance générale dans la stabilité des marchés financiers. Si la puissance d'investissement des investisseurs institutionnels constitue déjà à elle seule une menace pour la stabilité du marché, comme en attestent les krachs du marché financier d'octobre 1987 et d'octobre 1989 et la crise de septembre 1992 ; il semble évident que le danger constitué par les investisseurs institutionnels bouleversant des segments entiers du marché est d'autant plus grand si les décisions d'investissement de fortes sommes de fonds sont prises par un petit nombre de personnes.

Il faut espérer que les gestionnaires de fortes sommes de fonds deviennent de plus en plus conscients de leur capacité à bouleverser des segments entiers du marché et qu'ils réalisent qu'en mettant en œuvre leurs propres décisions d'allocations d'actifs ils peuvent, en fait, détruire les hypothèses sur lesquelles leurs décisions reposent. Dans ce contexte il semble utile de rappeler que la théorie moderne du portefeuille, qui sert de plus en plus de guide aux véritables stratégies de gestion de portefeuille, est généralement fondée sur l'hypothèse que de simples opérations ne changent pas les caractéristiques de la liquidité et du risque de segments particuliers de marché. Cependant, il semble qu'on ait pris conscience que cette hypothèse ne vaut pas sous certaines conditions d'importantes transactions, comme le prouve le fait que les échanges de titres ont fait souvent l'objet d'arrangements particulières sur place nécessaires pour faire face à d'importants blocs de transactions.

Autre espace dans les marchés des activités liées aux actifs financiers qui se sont largement épanouis ces récentes années : les marchés à terme et à options. L'énorme expansion des activités dans ces marchés à laquelle on a assisté est essentiellement le reflet d'une tendance générale vers des techniques de gestion de portefeuille de plus en plus sophistiquées destinées à couvrir divers types de risques tout en visant à profiter le plus possible des opportunités du marché. Une composante secondaire de cette tendance consiste en des efforts énergiques de la part des banques, des entreprises de valeurs et des entreprises de gestion de fonds, pour attirer un nombre croissant d'investisseurs institutionnels aussi bien que privés directement vers les produits dérivés offrant un potentiel de bénéfice considérable, tout en limitant les risques à la baisse.

Enfin, on peut signaler que les techniques de titrisation développées par les banques et autres institutions de prêts aux Etats-Unis pour alléger leurs portefeuilles de prêts se répandent de plus en plus en Europe. Un certain nombre d'émissions d'obligations internationales servant ce dessein ont fait les gros titres de la presse financière.

*Une internationalisation accrue des marchés des services financiers*

Le processus d'internationalisation des marchés pour les services financiers s'est poursuivi sans relâche dans les dernières années, bien que certaines banques américaines et japonaises, pour des raisons de rétablissement de leur rentabilité, ont diminué dans une certaine mesure leur présence à l'étranger. La pénétration des marchés financiers a été particulièrement marquée dans l'espace de la CE, notamment en raison de la création du Marché unique des services financiers.

Un nombre important de différents types d'institutions financières comme les banques, les entreprises de valeurs, les compagnies d'assurance et les compagnies de gestion de fonds de pays n'appartenant pas à la CE ont pénétré l'un ou l'autre des pays de la CE avant le 1<sup>er</sup> janvier 1993, afin de gagner un accès à un «passeport unique» pour les opérations de la CE avant l'application de procédures d'accès plus compliquées après cette date.

La tendance à l'internationalisation des portefeuilles des investisseurs institutionnels, notamment les fonds d'investissement, qui était déjà nettement visible au cours des années 1980, a gagné davantage d'intensité, malgré des retours en arrière provoqués par les krachs du marché financiers de 1987 et 1989.

Les entreprises de gestion de fonds et les entreprises de courtage-négociation de valeurs, aussi bien que les analystes du marché et des valeurs, ont progressivement étendu leur espace d'activité pour couvrir un nombre croissant de pays dans le Bassin pacifique, y compris la Chine. Avec un rétablissement économique général et la restauration d'une stabilité économique et politique en Amérique du Sud et Centrale, les banques et autres institutions financières, y compris les investisseurs institutionnels ont recentré leur attention sur cette région du monde. Eu égard à l'Europe centrale, à l'Europe de l'Est, comme à la Chine, le processus d'internationalisation dans le domaine de la banque et de la finance est encore à un stade très précoce.

Pour le moment, les banques installant des bureaux représentatifs, des filiales ou des joint-ventures avec des banques nationales des pays concernés, se limitent essentiellement à soutenir leurs clientèles de sociétés sur le marché intérieur en construisant les premières forteresses dans ces marchés nouveaux. En outre, les banques dotées de capacités de banques d'affaires fournissent une assistance technique, en capital, et de gestion aux pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, soutenant ainsi ces pays dans leurs efforts pour se transformer en économies tournées vers le marché.

*Stratégies de concurrence des institutions financières sous des conditions de déréglementation*

Alors que le processus de déréglementation financière, engagé au début des années 1960 et ayant gagné en intensité au cours des années 1980, approche de sa phase finale - en fait, dans la plupart des pays de l'OCDE il ne reste guère de place pour une plus grande déréglementation, sauf peut-être dans le domaine des investisseurs institutionnels - les institutions financières ont acquis une considérable expérience, dans les dernières années, en opérant sous des conditions de libre concurrence des prix, de produit et territoriale. Ainsi, il semble possible de tirer les premières esquisses de conclusions à partir de cette expérience quant aux stratégies de concurrence employées par les institutions financières.

Après avoir souffert de lourdes pertes dues à des activités de prêt à différents secteurs comme le secteur des sociétés, le secteur mobilier, le secteur des ménages - pertes qui doivent être considérées comme un malheureux mais inévitable sous-produit des mauvaises conditions économiques qui ont prévalu ces dernières années - les banques semblent être devenues plutôt réticentes à s'engager dans de féroces batailles de concurrence de prix, même dans les marchés, autrement hautement compétitifs, de l'émission d'obligations internationales et de prêts syndiqués. Les banques - comme les régulateurs - ont eu à apprendre une fois de plus que, sauf à renoncer à faire des affaires, il n'existe pratiquement aucune couverture contre les risques de solvabilité liés aux baisses conjoncturelles, dans la mesure où les récessions modifient les caractéristiques du risque de larges portions des portefeuilles de prêts des banques. L'aversion des banques pour une excessive concurrence des prix afin de gagner des parts de marché a été davantage accrue par le fait qu'elles ont eu à répondre aux nouveaux standards en capital minimum de 8% sur les actifs à risque-pondéré d'ici la fin 1992, standards qu'elles devront maintenir par la suite.

Cependant cela ne signifie pas que les banques se sont abstenues d'efforts pour rester compétitives sur les prix. Au contraire, cherchant à restaurer ou renforcer la rentabilité, de nombreuses banques ont pris des mesures drastiques pour rationaliser leur structure organisationnelle et pour introduire des techniques de gestion plus rentables, comprenant un planning des bénéfices reposant sur le principe du profit du centre. Ainsi les stratégies d'expansion à tout prix ont été largement remplacées par des stratégies orientées vers une expansion des bénéfices reposant sur des cibles visant à un rendement minimum sur le capital. Ce changement dans les attitudes de concurrence, s'il devait se généraliser, aurait des conséquences fondamentales. Il signifierait, en fait, que la concurrence fondée

sur une vraie puissance financière est remplacée par une concurrence *via* de meilleures performances et une image de marque afférente, qui résulterait finalement en un meilleur service offert au client et à l'économie dans son ensemble.

La concurrence par le moyen de meilleures performances est devenue particulièrement forte et peut-être plus visible dans le secteur de la gestion de fonds, où les gestionnaires essayent parfois désespérément de parvenir et de rester au sommet des listes des «*best performers*» émises en nombre croissant dans la communauté financière comme dans le public. Pour prévenir la concurrence injuste, dans ce domaine particulier, les organisations professionnelles du secteur de la gestion de fonds ont dans certains pays fixées des lignes directrices de méthodes de mesure des performances. Dans la mesure où le secteur de gestion de fonds se porte de plus en plus vers la gestion des portefeuilles des compagnies d'assurance-vie et des fonds de retraite, la concurrence par les performances s'étend progressivement dans ces compartiments importants du secteur financier. Cela est prouvé par le fait que les listes de «*best performer*» couvrant ces institutions sont publiées aussi abondamment, notamment par les organisations de consommateurs et les instituts de recherches qui en dépendent. On peut signaler au passage que la concurrence par la performance se manifeste aussi par la concurrence des équipes de gestion de fonds de haute qualité.

Indépendamment de la concurrence par les performances, qui peut être envisagée comme un aspect spécial de la concurrence de «produit», plutôt que comme une véritable concurrence de prix fondée sur la négociabilité de coûts prédéterminés ou de caractéristiques de rémunération, les banques et autres institutions financières ont largement concentré leurs efforts sur la détermination de stratégies orientées vers une concurrence de produit efficace, d'une part, et une concurrence territoriale efficace, i.e. une concurrence *via* les réseaux de distribution nationaux et internationaux, d'autre part. Ce faisant, elles disposent, en principe, d'une gamme considérable d'options quant aux possibilités de combinaison de ces deux paramètres de concurrence.

En ce qui concerne la concurrence de produits, les banques et autres fournisseurs de services financiers ont grossièrement le choix entre la diversification et la spécialisation. Les stratégies de diversification visant à élargir la gamme des produits et services ciblés à un large éventail de clients différents sont souvent adoptées par les banques universelles de type continental européen qui, dans les dernières années, se sont portées massivement dans des espaces d'activité comme le financement de logements, l'assurance-vie, la gestion de fonds, les activités de consultation de gestion et autres, qui traditionnellement étaient dominées par des institutions financières hautement spécialisées. Dans les pays où existent des

monopoles traditionnels contrôlant l'appartenance à la bourse, les banques se sont aussi déplacées vers le champ de la négociation boursière lorsque ces monopoles ont été brisés par la déréglementation. Les grandes banques universelles jouissant de nombreux points de vente ont un avantage de concurrence important sur les autres institutions, dans la mesure où elles peuvent réaliser de considérables économies d'échelle si elles augmentent le nombre des produits et des services en offrant de se charger elles-mêmes de la distribution grâce à leurs réseaux de filiales. Cette approche, afin d'être rentable, exige, cependant, que les produits et les services en question soient hautement standardisés. Ou bien, il faut que les points de vente soient occupés par un personnel bien formé, et donc plus coûteux, capable de fournir des services d'assistance de haute qualité en général nécessaires pour une vente efficace de produits plus complexes.

Par contraste, les stratégies de spécialisation sont typiquement employées par les «joueurs de créneau» («niche players») qui sont surtout les plus petites institutions sans réseaux de distribution et qui donc tentent d'attirer une clientèle spéciale en développant des produits de haute qualité ou des services ajustés aux besoins de ces groupes spéciaux de clientèle. Parfois de telles institutions «fabriquent» des produits particuliers destinés aussi aux banques disposant de fortes capacités de distribution. Il arrive que ces banques cherchent à profiter des spécialités des «joueurs de créneau» en les acquérant simplement. Cette approche est souvent suivie par les banques universelles qui décident d'étendre leurs activités sur les marchés étrangers.

Eu égard à la concurrence territoriale, l'approche traditionnelle visant à un renforcement de la puissance de distribution dans les marchés pour les services financiers a consisté à étendre les réseaux de filiales. Cependant, sous des conditions de concurrence de libres prix et de pressions accrues pour restreindre les coûts, cette approche onéreuse est devenue une option de moins en moins attirante, notamment quand il s'agit de pénétrer des marchés étrangers. Aussi, les banques soucieuses d'étendre leur opérations internationales ont cherché d'autres solutions pour promouvoir la vente de leurs produits et services dans d'autres pays. Une option initialement envisagée, à savoir la fusion avec des banques filiales dans d'autres pays, a dans le même temps été écartée parce que légalement et quant à l'organisation trop difficile. Les achats transfrontaliers d'institutions plus petites dotées de réseaux de filiales régionales ont joué un certain rôle; mais les tentatives dans ce domaine sont de plus en plus repoussées par les institutions nationales qui veulent renforcer leurs positions sur le marché intérieur vis-à-vis des concurrents étrangers en rachetant tous les candidats à de tels achats dans leur pays. L'approche

sans doute la plus rentable et la plus viable s'est peu à peu révélée être la conclusion d'accords de coopération entre institutions de taille et de puissance financière ou de gestion égales, accords destinés à renforcer la capacité de distribution sur la base d'une vente croisée. De tels accords de coopération sont souvent soutenus par des participations croisées visant à écarter toutes tentatives de rachat. Pour les plus petits «fabricants» de produits et de services spécialisés, il semble particulièrement difficile de trouver des solutions satisfaisantes au problème de la distribution. Ils peuvent aussi choisir la voie de la coopération mais sont alors exposés au risque de perdre tôt ou tard leur indépendance. Une approche plus sûre pour eux consisterait à chercher un soutien de distribution auprès des entreprises indépendantes d'assistance et de courtage; mais dans de tels cas ils ne peuvent être absolument assurés que ces entreprises promeuvent toujours activement la vente des produits en question, à moins que ces produits soient de qualité et d'attraction supérieures. Néanmoins, si cette dernière condition est remplie les «fabricants» de ces produits peuvent aussi bien se reposer sur la vente par correspondance, à condition que lesdits produits soient suffisamment publiés sur la base d'un matériel d'information de haute qualité. Cette dernière approche est en réalité souvent adoptée par les meilleurs «performers» du secteur de la gestion de fonds qui peut attirer de petits clients de haute valeur nette ou des investisseurs institutionnels simplement grâce à leurs rapports de performances, même s'ils sont domiciliés dans des centres «offshore» reculés.

89

Plus généralement, on peut conclure de l'expérience récente que la concurrence dans les marchés des services financiers a dans les dernières années pris une forme qui conduit à douter que même les plus grandes banques universelles, qui dominent traditionnellement leurs marchés nationaux, seront capables de fonctionner comme de grandes institutions bancaires de détail à travers des espaces entiers comme le Marché unique de la CE pour les services financiers. Cependant, dans le même temps, la concurrence dans les marchés des services financiers s'est tellement intensifiée que les produits et les services innovateurs et rentables atteindront tôt ou tard le client aussi dans les pays et les régions dans lesquels ces produits et ces services ne sont pas encore facilement disponibles.