

La signification industrielle de la mutation financière*

Rauf GÖNENÇ

Administrateur à l'Organisation
pour la coopération et le développement économiques (OCDE)

* Cet article a été rédigé pour la conférence de l'Eni-Isvet, « Les interactions entre la firme et son environnement », qui s'est tenue à Milan les 29 et 30 janvier 1987. La communication a été écrite à titre personnel et ne saurait engager l'OCDE. L'auteur remercie ses collègues Henry Ergas, Michael Schwartz, Barrie Stevens et Dimitri Ypsilanti, qui ont commenté une version antérieure du manuscrit.

Les marchés financiers connaissent des transformations de grande ampleur. L'innovation financière s'accélère et introduit toute une nouvelle gamme d'instruments financiers sur le marché. Les *swaps*, contrats à terme, options, rachats par endettement, et autres obligations « de brocante », étaient des instruments presque totalement inconnus il y a à peine quelques années; ils s'échangent aujourd'hui par milliards de dollars sur les marchés et sont employés dans de grandes réorganisations industrielles. Les intermédiaires financiers eux-mêmes entrent dans une nouvelle vague de rationalisation, de collecte de capitaux, de fusions, de mouvements d'investissements internationaux; cette vague engendre un environnement où la concurrence se fait plus agressive dans le domaine des services financiers.

67

Les politiques gouvernementales à l'égard des marchés financiers s'orientent par ailleurs dans le sens de cadres institutionnels plus libéraux, déréglementés. Dans plusieurs pays, ces politiques comprennent aussi des mesures de surveillance plus strictes dans le domaine des règles prudentielles et de l'équité des transactions. Partout, et notamment dans toute la zone de l'OCDE, le secteur financier est devenu l'un des secteurs les plus dynamiques dans le domaine des services; il se caractérise par les résultats les plus élevés en matière de création d'emplois, de rapidité de la croissance et de rentabilité, en même temps qu'il connaît les transformations structurelles les plus profondes.

Quels sont les effets actuels et quels seront les effets futurs de cette évolution des marchés financiers sur le secteur industriel des économies de l'OCDE? Alors que la théorie économique considère que les marchés financiers n'ont pas d'effet appréciable sur le comportement de l'industrie¹, l'expérience récente de grandes entreprises industrielles montre que les transformations des marchés financiers sont susceptibles d'exercer une influence profonde sur leurs stratégies et sur leurs actions. Ce constat est cohérent avec l'expérience passée des économies occidentales, où

¹ — Modigliani F., Miller M. « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment ». *American Economic Review*, juin 1958. Cet article a jeté les bases de la pensée habituellement admise dans la science économique à propos de l'interaction (neutre) entre les marchés financiers et le comportement de l'industrie. L'essentiel de l'argumentation repose sur des hypothèses d'information parfaite, de concurrence, d'intégration du marché et de neutralité des impôts dans le fonctionnement des marchés financiers. Voir aussi : Myers S. « The capital structure puzzle ». *The Journal of Finance*, juillet 1984.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

les innovations du secteur financier ont joué un grand rôle dans la genèse et la croissance des grandes vagues d'industrialisation des XIX^e et XX^e siècles². Toutefois, dans la période de l'après-guerre, la stabilité relative des marchés financiers — et des instruments financiers disponibles — a pu inciter les économistes à sous-estimer le rôle que joue l'environnement financier dans le modelage de l'organisation et de la croissance de l'industrie.

De nouvelles interactions

Cet article passe en revue et analyse les transformations en cours sur les marchés financiers de l'OCDE sous l'angle de leurs effets sur le secteur industriel. Il se concentre notamment sur les effets que les transformations des marchés financiers exercent sur les stratégies d'investissement et de réorganisation des firmes. Il entend montrer qu'en raison de la concurrence accrue sur les marchés financiers et de l'émergence de nouveaux instruments financiers, les entreprises industrielles peuvent aujourd'hui disposer de possibilités de financement entièrement neuves pour leurs projets d'investissement. Si cela améliore manifestement les conditions financières d'une réorganisation ou d'une croissance des entreprises, cela augmente parallèlement leur dépendance à l'égard des marchés financiers. Il faut considérer que ces nouvelles interactions entre les secteurs industriel et financier sont une composante majeure des transformations structurelles actuelles des économies de l'OCDE.

Nous décrivons rapidement dans une première partie la structure et le fonctionnement des marchés financiers de l'OCDE, notamment en ce qui concerne leur rôle dans le financement de l'industrie; puis nous passerons en revue les principales transformations structurelles qui interviennent actuellement sur ces marchés; ensuite nous exposerons les premiers effets perceptibles de ces transformations sur les stratégies d'investissement et de développement des entreprises industrielles.

68

LA STRUCTURE ET LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS

Les économies modernes se caractérisent par leur capacité de canaliser les ressources d'épargne des agents dotés d'excédents financiers vers les agents financièrement déficitaires. Ce transfert intervient sur les marchés financiers.

MOUVEMENTS DE FONDS ENTRE UTILISATEURS ET OFFREURS DE FONDS

Les deux tableaux suivants présentent, pour sept pays de l'OCDE, l'importance et la part des grandes catégories d'agents économiques dans l'offre et la demande de ces transferts financiers (voir tableaux page 84). Le secteur de l'industrie y est, comme on peut le voir, à la fois un utilisateur et un offreur de fonds. Globalement, les firmes industrielles empruntent plus qu'elles ne prêtent et, dans son ensemble, le secteur des entreprises est un utilisateur net de fonds dans la plupart des économies. Mais la dernière décennie s'est caractérisée par une tendance nettement perceptible du secteur des entreprises à accroître sa part dans l'offre totale de fonds et à la diminuer dans la demande totale de fonds. La première tendance est liée à

2— Schumpeter J. « Business cycles » (chap. : « Central market and stock exchange »). New York, Mc Graw-Hill, 1939. Goldsmith R. « Financial structure and development ». Yale University Press 1968. Rosenberg N. « How the west grew rich ? » (chap. : « Technology, trust, and marketable stock »). Basic Books, 1985. Gilles B. « Banking and industrialisation in Europe, 1730-1914 ». Dans : The industrial revolution, Glasgow, Collins, 1973.

la baisse de rentabilité des investissements industriels, qui a incité nombre d'entreprises industrielles à transférer leurs ressources vers des placements non industriels. La seconde tendance tient à la part croissante des emprunts des autorités publiques sur les marchés financiers, essentiellement au détriment des entreprises.

La part des emprunts externes dans les ressources totales d'investissement des entreprises industrielles est très variable. Elle dépend surtout de la situation du *cash flow* et des projets d'investissement de chaque entreprise³. Ce ratio est représenté (voir figure page 72) sous la forme d'une moyenne nationale pour six pays de l'OCDE au cours de la période 1968-1983. En général, les entreprises recourent plus largement à des ressources financières engendrées en leur sein (auto-financement) qu'à des capitaux obtenus à l'extérieur. Mais ce n'est qu'une moyenne, qui couvre les situations suivantes : entreprises dotées d'un *cash flow* important, celles qui investissent peu et celles qui offrent les deux caractéristiques simultanément (emprunteurs marginaux sur les marchés financiers) ; entreprises qui entament un processus de forte croissance ; celles qui se lancent dans des projets de réorganisation et enfin celles qui font les deux à la fois (gros emprunteurs sur les marchés financiers). La deuxième catégorie, qui représente les segments innovateurs de la structure industrielle, dépend plus fortement des marchés financiers. C'est la raison pour laquelle l'interaction entre le secteur financier et l'industrie prend une importance particulière dans les périodes de redéploiement et de réorganisation de l'industrie.

RÔLE DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Dans les économies modernes, les flux financiers entre offreurs et utilisateurs de fonds s'effectuent pour une bonne part par le truchement des intermédiaires financiers. Certaines transactions financières se nouent directement entre les offreurs primaires et les utilisateurs finals de fonds, comme dans le cas où les ménages souscrivent des actions des entreprises ou dans celui où des entreprises industrielles prêtent directement à d'autres entreprises industrielles. Toutefois, le plus gros des transactions passe par le canal du secteur bancaire et financier. Presque la moitié de l'offre totale de fonds (voir tableau page 84) transite dans les économies de l'OCDE par les institutions financières.

69

LA DÉTERMINATION DES DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Les entreprises industrielles prennent les décisions relatives à leurs projets d'investissement et à leur financement en fonction des conditions qui prévalent sur les marchés financiers. Ce lien entre les marchés financiers et les décisions industrielles passe par l'intermédiaire de deux grandes variables : les taux d'intérêt en vigueur et les instruments financiers disponibles.

Les taux d'intérêt en vigueur déterminent le coût d'opportunité des projets d'investissement. Quelles que soient les méthodes qu'elles utilisent pour évaluer leurs projets (rendement interne, valeur nette actualisée, etc.), les entreprises efficaces s'assurent que le rendement escompté de ces projets n'est pas inférieur au rendement qu'elles pourraient obtenir avec des placements de risque similaire sur le marché financier. Ainsi, les taux d'intérêt à court terme exempts de risque, les primes de risque et les primes à terme déterminent ensemble les seuils par rapport auxquels les entreprises jugent de la viabilité économique de leurs projets.

3— Sur la portée de l'équilibre entre *cash flow* et projets d'investissement dans les stratégies des firmes, voir : Jensen M. « Agency costs of free cash flow, corporate finance and take-overs ». *American Economic Review*, mai 1986.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

Les instruments financiers disponibles ont aussi un effet sur le choix des projets d'investissement. D'un côté, des émissions d'actions répartissent le risque et la rentabilité des nouveaux projets entre les actionnaires existants et les nouveaux souscripteurs. De l'autre, divers instruments d'endettement (prêts bancaires, obligations, etc.) concentrent les risques et la rentabilité correspondante sur les actionnaires existants. Différents instruments situés sur le *continuum* qui sépare ces deux types d'instruments (obligations convertibles, actions préférentielles, différentes catégories d'actions, etc.) correspondent à différentes répartitions des risques entre les propriétaires de l'entreprise et les crédateurs. Par conséquent, l'existence d'une large gamme d'instruments sur les marchés financiers facilite l'investissement industriel, qui présente un large éventail de caractéristiques de risque, de durées d'amortissement et de rendement.

Les différents instruments financiers impliquent différents mécanismes et coûts d'information entre offreurs et utilisateurs de fonds. Certains instruments, comme les actions « votantes » des investisseurs actifs, les prêts bancaires sur mesure, les investissements en capital-risque, les souscriptions d'obligations de « brocante », etc., impliquent une transaction intense entre emprunteurs et crédateurs. Cette interaction peut même prendre la forme d'une participation des offreurs de fonds à la surveillance et à la gestion des entreprises⁴. Ces instruments comportent par conséquent des coûts de gestion substantiels, ce qui contraste avec la faiblesse des coûts de gestion d'instruments ayant la forme de valeurs mobilières plus banales (essentiellement les obligations et les souscriptions d'actions dans de grandes entreprises à actionnariat dispersé). Ce type d'instruments est utilisé quand des mécanismes d'information banalisés, aisément accessibles, permettent d'évaluer sans mal la rentabilité et les risques des entreprises emprunteuses⁵. Les instruments nécessitant une information plus fastidieuse sont donc adaptés à des investissements à haut risque, à des entreprises mal connues, ou à leur combinaison. Par contre, les instruments standard financent à un coût beaucoup plus bas des projets moins risqués, des entreprises en place mieux connues, ou la combinaison des deux. Bref, l'existence d'une gamme élargie d'instruments permet de financer les projets d'investissement et les entreprises à leurs moindres coûts d'information.

LA DÉTERMINATION DE LA STRUCTURE DU CAPITAL DES ENTREPRISES

La structure du capital des entreprises, qu'il s'agisse du rapport entre capitaux propres et endettement ou de la répartition de l'endettement entre les différents instruments d'endettement, résulte de cet équilibrage entre les caractéristiques des projets d'investissement et les conditions du marché financier. Les entreprises adoptent les instruments qui offrent les taux d'intérêt les plus bas pour des caractéristiques de risque et de terme équivalentes.

Jusqu'à maintenant, les instruments financiers disponibles et leurs taux de rémunération ont divergé sur les différents marchés nationaux, si bien que les structures du capital des entreprises ont varié au plan international. Dans les pays où les marchés des titres (marchés des actions et des obligations) sont bien développés, et où les coûts de transactions afférentes sont faibles (principalement États-Unis et Royaume-Uni), les entreprises tendent à recourir à ces instruments. Dans les pays où les institutions spécialisées dans le crédit industriel sont particulièrement bien développées et disposent de structures d'information et de

4— Cable J. « Capital market information and industrial performance: the role of West German banks », *The Economic Journal*, mars 1985.

5— Voir les écrits sur les coûts des mandataires. *Journal of law and economics*, oct. 1983; *Journal of Political Economy*, n° 6, 1985.

suivi plus efficaces (Allemagne et Japon), elles financent une part plus élevée des projets d'investissement (voir figure page 73).

L'influence relative des diverses institutions et des divers instruments sur un marché ne représente pas un jeu à somme nulle. Des secteurs financiers sophistiqués et bien développés peuvent offrir une gamme très large d'instruments banalisés et d'instruments sur mesure, le tout à des coûts de gestion plus faibles. L'exemple typique est celui des États-Unis, où les instruments nécessitant les informations les plus riches (capital-risque, options de rachat par endettement réservées à la direction, obligations de « brocante », etc.) et les instruments hautement standardisés (papier commercial, obligations des entreprises, actions cotées dans les grandes bourses) sont les uns et les autres plus largement diffusés que dans les autres pays⁶.

TENDANCES RÉCENTES DES MARCHÉS FINANCIERS

Depuis les années soixante-dix, les marchés financiers de l'OCDE ont connu de profondes transformations structurelles. On peut les classer selon divers critères politiques, historiques, institutionnels ou monétaires. On les présentera ici sous trois rubriques, liées à leurs effets sur le financement des entreprises : les amples fluctuations des taux d'intérêt ; les stratégies d'optimisation de portefeuille des offreurs de fonds ; l'intensification de la concurrence, et notamment de la concurrence innovatrice, entre les intermédiaires financiers.

D'AMPLES FLUCTUATIONS DES TAUX D'INTÉRÊT

Le développement le plus immédiat qui est intervenu au cours de la dernière décennie a été l'amplification des fluctuations des taux d'intérêt. Dans la plupart des pays, la période 1965-1985 a été marquée par la baisse des taux d'intérêt réels à court et long terme pendant sa première moitié, baisse équilibrée par une hausse non moins progressive pendant la deuxième. Il n'y a donc pratiquement pas eu d'accroissement net des taux d'intérêt réels pendant cette période dans la plupart des pays. Cependant, l'instabilité des taux a fortement augmenté dans toutes les nations⁷ (voir figure page 78).

Deux raisons font que l'évolution des taux d'intérêt importe pour le financement des entreprises industrielles : le niveau des taux influe sur leur coût du capital ; les fluctuations des taux influent sur le calendrier des décisions relatives aux projets d'investissement.

Le coût du capital est un concept lié au rendement escompté par les offreurs de capitaux⁸. Les taux d'intérêt en vigueur, qui représentent des coûts d'opportunité pour ces investisseurs, déterminent leurs anticipations de revenu sur une base ajustée du risque. Si les taux d'intérêt réels évoluent différemment sur la scène internationale, le coût du capital et la compétitivité des firmes qui se financent sur les différents marchés varient en conséquence.

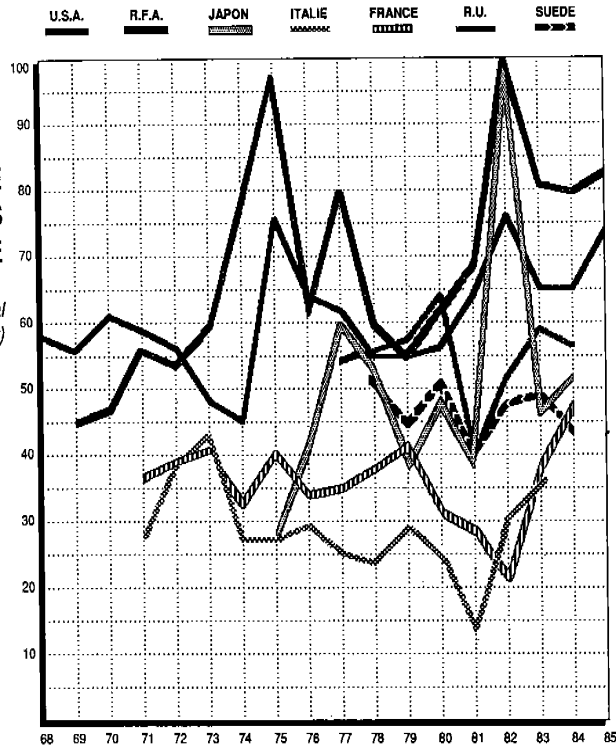
6— *Écrits récents sur les rachats* : Scherer J.M. « Takeovers : present and future dangers ». *The Brookings Review*, hiver-printemps 1986. Ginsburg D.H. and Robinson J.F. « The case against Federal intervention in the market for corporate control ». *The Brookings Review*, hiver-printemps 1986. Eckbo B.E. « Mergers and the market for corporate control : the Canadian evidence ». *Canadian Journal of Economics*, mai 1986.

7— Les taux d'intérêt réels ont dépassé les niveaux moyens des années soixante aux États-Unis dès le début des années quatre-vingts, et ont poussé les taux vers le haut dans les pays dont les liens avec les marchés financiers américains sont les plus étroits, c'est-à-dire surtout au Canada et au Japon. Cette hausse est liée à la croissance du déficit de l'État fédéral américain, qui a été financé par des emprunts sur les marchés financiers.

8— Kolbe A.L. and Read J.A. « The cost of capital ». MIT Press, 1985 ; Ando A. and Auerbach A. « The corporate cost of capital in the US and Japan ». NBER Working Paper n° 1762, 1985.

**LE FINANCEMENT INTERNE
ET EXTERNE DES ENTREPRISES
DANS SEPT PAYS DE L'O C D E**

(sources interne en % du total
des sources annuelles de financement)
Sources : Statistiques financières de l'O C D E



72

Si les taux d'intérêt ont une évolution uniforme et parallèle au plan international, leur effet sur la rentabilité et les projets d'investissement des entreprises industrielles s'atténue. Il peut être particulièrement faible dans les secteurs où l'élasticité-prix de la demande d'investissement est faible parce que les entreprises peuvent répercuter les hausses du coût du capital dans leurs prix de la même façon que les hausses de leurs autres composants de coût. Les récentes inquiétudes quant à l'effet des taux d'intérêt sur l'investissement industriel paraissent avoir quelque peu négligé ce fait, notamment aux États-Unis où on a pu assister simultanément à une hausse des taux réels et à une croissance de l'investissement industriel⁹.





En revanche, et ce point a été moins abondamment discuté, il se peut que les « fluctuations » des taux d'intérêt aient un effet plus perturbateur sur l'investissement industriel. Ces fluctuations engendrent une bonne dose d'incertitude quant au coût du capital futur des projets d'investissement. Dans un contexte où les taux sont élevés, les entreprises peuvent être tentées de différer leurs projets en anticipant leur baisse. Il faudrait en fait procéder à une vérification empirique de cette relation entre les fluctuations des taux d'intérêt et les décisions d'investissement. Plus récemment, l'apparition de nouveaux instruments financiers couvrant les risques de taux d'intérêt, notamment les options sur les taux d'intérêt, les obligations à taux flottant et les options de rachat, a introduit des mécanismes intéressants pour couvrir une partie de ces incertitudes dans les pays où ils ont été rendus disponibles¹⁰.

9— Cette faiblesse de l'élasticité de la demande d'investissement par rapport au taux d'intérêt est examinée dans: Jaffe D. « Credit rationing and commercial loan market. An econometric study of the structure of commercial loan market ». J. Wiley and Son, 1971.

10— Le développement et l'utilisation de ces instruments financiers complexes ont montré que les fluctuations des taux d'intérêt ont été un risque tangible et un facteur de coût pour les entreprises industrielles.

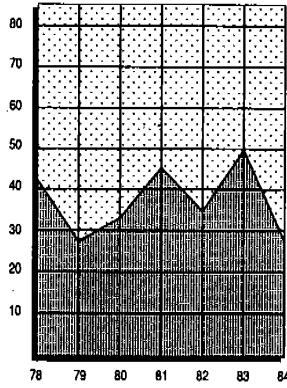
COMPOSITION DU FINANCEMENT EXTERNE DANS SIX PAYS DE L'OCDE (1)

(en % des sources de financement annuelles des entreprises non financières)

-  Emissions d'actions
-  Augmentation de la dette à long terme
-  Augmentation de la dette à court terme
-  Diminution de la dette à long terme

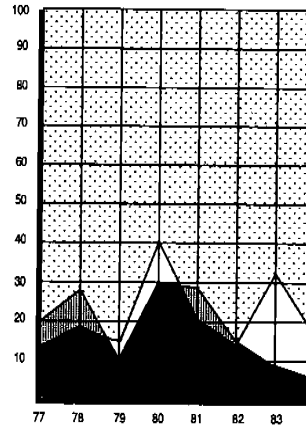
Sources : OCDE

SUEDE

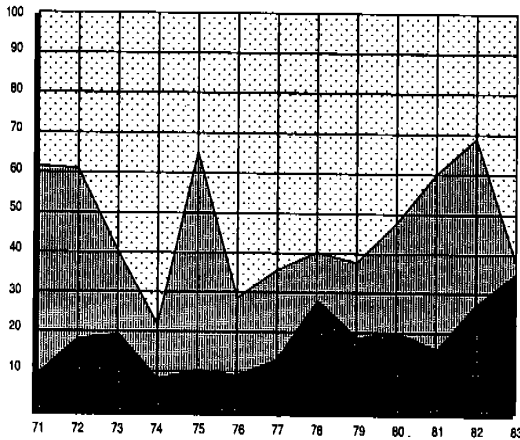


Les émissions d'actions ne sont pas dissociées de l'augmentation de la dette à long terme dans les statistiques financières suédoises jusqu'en 1983.

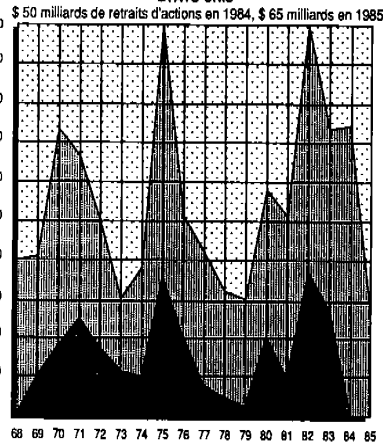
ROYAUME-UNI



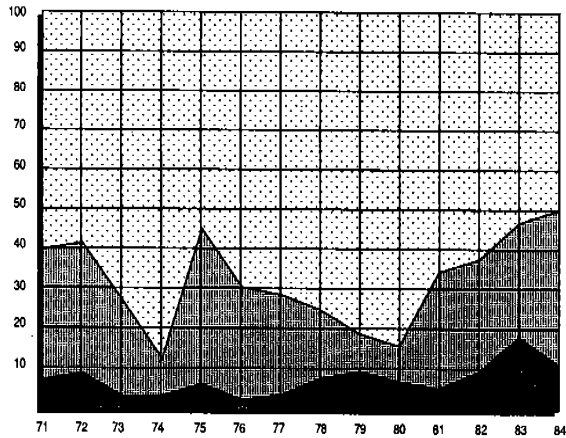
ITALIE



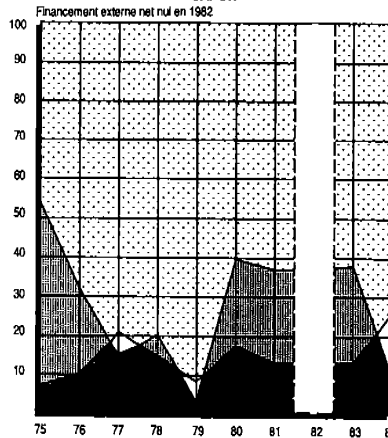
ETATS-UNIS



FRANCE



JAPON



(1) Pour le Japon, le Royaume-Uni et la France : entreprises manufacturières

LES STRATÉGIES D'OPTIMISATION DE PORTEFEUILLE DES OFFREURS DE FONDS

Parmi les offreurs primaires de fonds sur les marchés financiers, on trouve deux grands groupes : les entreprises industrielles elles-mêmes et les ménages (voir tableau page 84). Ni les ménages ni les entreprises n'ont fait de pas significatif en direction d'investissements financiers sophistiqués avant le milieu des années soixante-dix. Les entreprises ont concentré leurs compétences financières sur la gestion de leur passif, et les ménages ont placé l'essentiel de leur épargne en placements sûrs, à revenu fixe : comptes bancaires, emprunts d'État et obligations des grandes entreprises. Pour la plupart des entreprises et des ménages, les placements financiers représentaient d'habitude une source de revenu marginale, gérée avec une attitude passive de « satisfaction », plutôt qu'une attitude agressive d'« optimisation »¹¹.

Dans les années soixante-dix la hausse des taux d'inflation, qui a abouti à ce que de nombreux actifs à revenu fixe aient des rendements négatifs (voir figure page 78), a rendu ces attitudes passives plus coûteuses que par le passé. Simultanément, mais plus particulièrement depuis le début des années quatre-vingt, de nouvelles possibilités d'investissement financier ont été mises au point : elles offrent des rémunérations plus risquées mais très intéressantes (investissements en capital-risque, placements boursiers collectifs, opérations sur le marché monétaire, opérations sur devises, etc.). Parallèlement à ces facteurs intervenus du côté de l'offre, des développements sont apparus du côté de la demande : de nombreuses entreprises ont connu une baisse de rentabilité de leurs investissements industriels, ce qui les a conduit à chercher de nouveaux domaines de placement. De nombreux ménages ont anticipé — rationnellement — une réduction des pensions de retraite versées par la sécurité sociale, et ils ont cherché des placements complémentaires pour l'épargne privée qu'ils destinaient à leur retraite¹².

Ces changements ont pour résultat que les offreurs primaires de fonds s'orientent vers des arbitrages plus rationnels dans l'affectation de leur épargne. Cette tendance en plein développement, représente une évolution majeure dans les marchés financiers de l'OCDE (voir tableau ci-contre) sur la composition des portefeuilles financiers des entreprises industrielles et des ménages au cours de la période 1976-1985).

CONCURRENCE ET INNOVATIONS DANS L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Le nouveau comportement des offreurs primaires de fonds, en même temps que les nouvelles exigences des utilisateurs de fonds (financement des déficits des collectivités publiques ; des déficits extérieurs des pays non producteurs de pétrole ; des entreprises industrielles en redéploiement technologique ; des nouvelles entreprises, etc.)¹³ ont créé des possibilités commerciales entièrement nouvelles dans le secteur financier. Ces changements ont aussi remis en cause les modes de concurrence existants, traditionnellement plus ou moins collusifs, qui régissent ces marchés. La vague politique de déréglementation financière intervenue depuis la fin des années soixante-dix crée de son côté les conditions institutionnelles d'une réorganisation de la concurrence dans le secteur¹⁴.

11— Le souvenir des entreprises financières aventureuses de la première moitié du siècle ont pu inciter les entreprises peu expertes et les ménages de ces générations à conserver des attitudes très prudentes dans ce domaine.

12— Gönenç R. « Retirement savings and capital markets ». Dans : « The Challenge of private pension funds ». Londres, The Economist Publications, 1986.

13— OCDE. « Ajustements structurels et performance de l'économie » (chap. 4 : « Moderniser le système financier et le financement de l'industrie »). Paris, 1988.

14— Voir : OCDE. « La concurrence dans le secteur bancaire ». Paris, 1986.

**RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES DU SECTEUR PRIVÉ
NON FINANCIER (en % des actifs financiers bruts)**

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
États-Unis										
Dépôts.....	33	34	35	33	32	33	33	32	34	32
Obligations ²	10	10	10	10	9	9	9	9	10	11
Actions.....	20	18	17	18	20	18	18	16	16	17
Investissements institutionnels ³	20	20	20	20	21	21	22	23	24	25
Japon										
Dépôts.....	51	53	53	52	51	51	52	51	49	49 ⁴
Obligations ²	4	5	5	5	5	6	6	6	7	8 ⁴
Actions.....	9	8	9	8	8	8	8	9	10	12 ⁴
Investissements institutionnels ³	7	7	8	8	8	8	9	10	11	11 ⁴
Allemagne										
Dépôts.....	57	57	59	57	57	55	54	53	51	48
Obligations ²	9	9	9	10	10	11	11	11	13	13
Actions.....	12	12	12	10	10	10	10	11	11	15
Investissements institutionnels ³	9	9	9	10	11	12	12	12	12	12
Royaume-Uni										
Dépôts.....	33	32	32	32	32	33	31	30	29	29
Obligations ²	6	6	6	5	5	4	5	4	4	4 ⁵
Actions.....	12	14	13	12	12	11	11	12	13	12 ⁵
Investissements institutionnels ³	19	21	23	23	25	25	28	29	30	30 ⁵
Canada										
Dépôts.....	31	32	32	32	32	31	31	29	29	29 ⁴
Obligations ²	8	8	8	7	6	6	7	8	8	9 ⁴
Actions.....	17	17	18	17	18	17	17	17	16	18 ⁴
Investissements institutionnels ³	15	16	15	15	15	16	16	17	16	18 ⁴

1—Établie à partir des bilans non consolidés des entreprises individuelles et des sociétés commerciales : dans le cas des États-Unis, les firmes qui n'ont pas la forme de sociétés commerciales sont exclues, ainsi que les entreprises agricoles. La somme des sous-totaux n'est pas égale à 100, car des composantes telles que le crédit commercial et les investissements extérieurs directs sont exclus.

2—À l'exclusion des hypothèques détenues directement.

3—Fonds communs de placement, caisses de retraites, fonds des sociétés fiduciaires et des compagnies d'assurance n'ayant pas le caractère de dépôts.

4—Estimation.

5—Troisième trimestre.

Sources :
Données nationales
sur les bilans et
Banque des Règlements
internationaux, 1986.

L'intensification de la concurrence a les deux effets habituels sur les prix (ici, les taux d'intérêt) et sur les caractéristiques techniques des produits (ici, les services financiers) offerts par le secteur financier¹⁵.

La concurrence par les prix a touché aussi bien les taux d'intérêt débiteurs que les taux d'intérêt créditeurs. Dans la mesure permise par les dispositions réglementaires, les institutions financières ont accru la rémunération offerte sur les dépôts des offreurs primaires de fonds. En même temps, elles devaient proposer des taux créditeurs plus avantageux aux emprunteurs finals, ce qui a comprimé fortement leurs marges d'intermédiation. La concurrence par les prix a également eu pour effet de diminuer les primes de risque prélevées sur les emprunteurs nationaux et internationaux à haut risque.

15—En France par exemple, les émissions primaires d'actions ont augmenté, en valeur, de 50 % entre 1985 et 1986, alors que les transactions portant sur les actions sur le marché secondaire se sont accrues de 96 % (rapport 1987 de la COB).

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

La concurrence a eu — et a encore — des effets puissants sur l'innovation et la diversification des services. Les entreprises financières, tirant notamment parti de la déréglementation des cloisonnements des marchés, se sont diversifiées dans de nouveaux sous-secteurs financiers: les compagnies d'assurances ont fait des opérations sur les marchés des titres; les banques commerciales se sont intéressées aux opérations d'investissement; les banques d'investissement se sont lancées dans les opérations de capital-risque, etc. Elles se sont diversifiées également dans des marchés internationaux et dans des services totalement nouveaux. On a conçu et commercialisé une gamme étonnamment large de nouveaux instruments de collecte et d'affectation des fonds.

La liste de ces nouveaux instruments (*voir tableau ci-contre*), sans être exhaustive, en met certains en relief, qui affectent directement les modalités de financement de l'industrie. La plupart de ces instruments ont une caractéristique commune: ils se renégocient, après émission, sur des marchés secondaires. À vrai dire, les transactions secondaires des nouveaux instruments se sont développées plus rapidement que leurs émissions primaires dans la plupart des pays de l'OCDE¹⁶. Les deux phénomènes sont fortement liés, le dynamisme des marchés secondaires accroissant la liquidité, les possibilités de plus-values et les incitations à investir pour les souscripteurs à leurs premières émissions¹⁷.

CONSÉQUENCES SUR LES STRATÉGIES DES ENTREPRISES

Ces évolutions des marchés financiers ont deux grands effets sur les stratégies d'investissement des entreprises industrielles: d'une part elles élargissent les possibilités de financement de leurs projets de redéploiement et en réduisent le coût, et d'autre part elles augmentent la dépendance stratégique des entreprises à l'égard des marchés financiers.

LE FINANCEMENT DES PROJETS DE REDÉPLOIEMENT ET DES PROJETS RISQUES

Dans les pays de l'OCDE, une part croissante de l'investissement industriel est liée à la réorganisation commerciale et technologique des entreprises en place, ainsi qu'à la création de nouveaux établissements et entreprises. Les nouvelles activités qui en résultent se développent souvent dans des domaines à haute technologie, dans le secteur manufacturier comme dans les services. Elles se caractérisent par des risques commerciaux supérieurs à la normale, et notamment par une part croissante d'actifs incorporels (R & D, logiciels, publicité, formation du personnel, etc.)¹⁸.

Les transformations des marchés financiers exercent une influence positive sur le financement de ces investissements à trois égards: (i) tout d'abord elles favorisent un « criblage » plus large et plus efficace des projets d'investissement en

16— On trouvera une présentation théorique, toujours valide, de cette dichotomie dans: Keynes J.M. « *The general theory of employment, interest, and money* ». (Chap. 12: « *The state of long-term expectation* »). MacMillan, 1949.

17— Ce caractère de plus en plus « schumpeterien » de l'investissement industriel dans la zone de l'OCDE est documenté dans: Gönenç H. « *Changing investment structure and capital markets* ». Bruxelles, Mimeo, Center for european policy studies, 1985.

18— Dans le secteur boursier des États-Unis, par exemple, l'emploi total est passé de 175 000 personnes en 1975 à 250 000 en 1980 et a dépassé l'effectif de 350 000 en 1985. Cette augmentation a, pour l'essentiel, porté sur des postes de professionnels hautement qualifiés (*The Economist*, 16 juin 1986).

QUELQUES GRANDES INNOVATIONS DANS LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

INSTRUMENTS CONTRIBUANT AU FINANCEMENT DES ENTREPRISES	
Capital risque	Participation au capital social et aide à la gestion pour le démarrage d'entreprises à haute technologie (innovation introduite dans les années 50 et popularisée dans les années 80).
Financement des projets	Financement direct sur mesure pour les grands projets industriels et d'infrastructure, avec gestion séparée du risque.
Prêts à taux flottant	Assurance des prêteurs et des emprunteurs contre les incertitudes frappant les taux d'intérêt et les fluctuations de ceux-ci.
Papier commercial	Émission directe de titres à court terme sur les marchés financiers, à meilleur compte que les prêts bancaires dont les coûts de gestion sont élevés.
Obligations de « brocante »	Financement par émission de titres pour restructuration industrielle, fusion d'entreprises, reprise d'entreprise par les salariés, etc. Ces titres peuvent être émis même par des entreprises moyennes et présentant des risques.
Actions préférentielles/obligations convertibles	Instruments intermédiaires entre des actions et des titres de créances, qui limitent les risques de l'investissement pour les prêteurs et réduisent les primes de risque.
Opérations à terme sur le marché boursier/options sur les taux d'intérêt	Contrats relatifs à des transactions à terme, avec possibilité d'option à des prix prédéterminés. Mécanisme d'assurance contre les incertitudes boursières et de taux, pour les emprunteurs aussi bien que pour les investisseurs.
Swaps sur devises/swaps sur taux d'intérêt	Contrats permettant à des firmes industrielles de collecter des fonds ou des devises pour le compte l'une de l'autre, sur les marchés où elles disposent d'un avantage d'emprunteur particulier.

77

concurrence dans l'économie ; (ii) elles offrent aux investisseurs d'amples possibilités de mise en commun et de diversification des risques, et réduisent de ce fait les primes de risque ; (iii) elles facilitent l'adaptation de la structure du capital des entreprises aux changements qu'elles introduisent dans leurs activités.

Une sélection plus efficace des projets

Les institutions financières, confrontées à un coût du capital plus élevé et à des marges plus faibles (*voir plus haut*), se trouvent forcées d'améliorer la qualité et le rendement, ajusté du risque, de leurs portefeuilles. À cette fin, elles doivent réduire la part des investissements dont le profil risque/rendement est défavorable et augmenter la part de ceux dont le profil risque/rendement est attrayant. Cela les incite à mieux évaluer les risques et les revenus anticipés de leurs actifs dans l'industrie, et à s'intéresser plus activement aux nouvelles possibilités d'affaires qui s'y développent.

Pour cette raison, de plus en plus d'institutions financières — banques, fonds fiduciaires, caisses de retraite, compagnies d'assurance, etc. — renforcent actuellement leurs départements d'analyses et élargissent le champ sectoriel et géographique

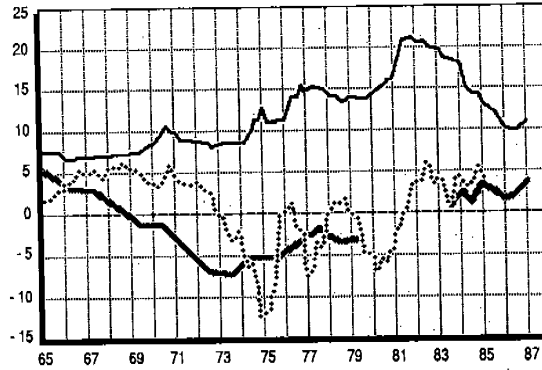
1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

AUGMENTATION DE LA FLUCTUATION DES TAUX D'INTERETS A LONG TERME DANS SEPT PAYS DE L'O C D E (1965-1987)

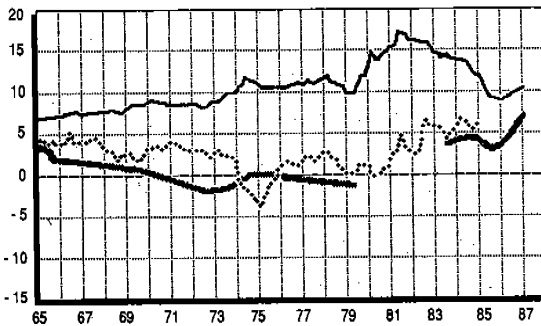
(en pourcentage)

Taux nominal ———
 Taux réel ex-ante
 Taux réel ex-post (entre 1980 et 1984; chiffres non communiqués) - - - - -
 Source : O C D E

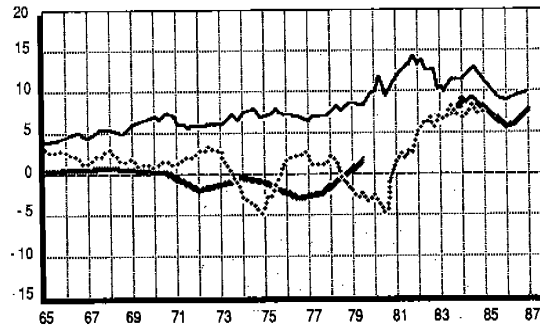
ITALIE



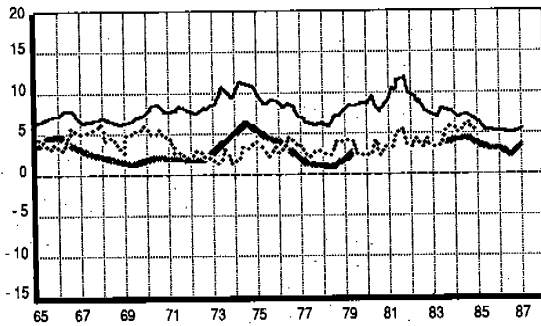
FRANCE



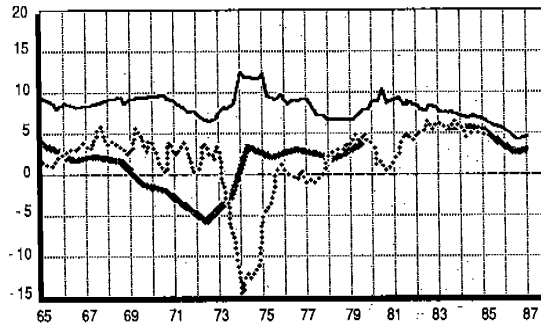
ETATS-UNIS



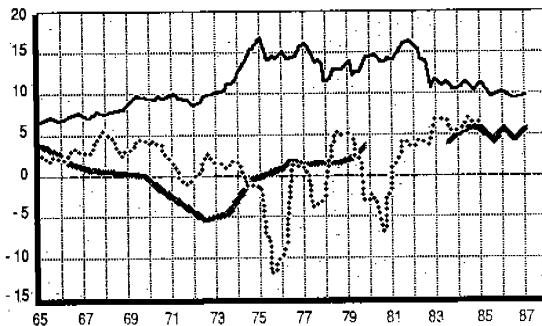
REPUBLIQUE FEDERALE ALLEMANDE



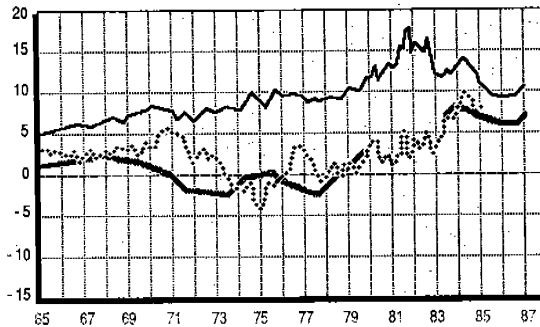
JAPON



ROYAUME-UNI



CANADA



de leurs placements¹⁹. Cet effort d'optimisation débouche sur un taux de rotation plus élevé de leurs portefeuilles, parce qu'elles se dégagent plus vite des positions dont elles estiment la valeur négative et transfèrent leurs ressources vers les nouvelles propositions qu'elles considèrent comme plus intéressantes. Comme cette recherche a lieu dans un environnement très concurrentiel, les possibilités de placement « manifestement bonnes » sont investies rapidement, et les projets d'investissement plus compliqués ou risqués — qu'ils soient développés dans des entreprises établies ou nouvelles — ont de meilleures chances d'être découverts et financés.

Le développement des activités de capital-risque, de financement de fusions, de financement de rachat par le personnel, des activités de prêt-bail pour grands équipements, etc., des grandes institutions financières — qui étaient peu désireuses jusqu'à une période récente de se lancer dans ces domaines peu familiers — est un indice de cette capacité accrue d'engagement.

Une meilleure diversification des risques

Les transformations des marchés financiers élargissent aussi les possibilités de mise en commun et de diversification des risques industriels assumés par les investisseurs financiers²⁰. La croissance rapide des instruments collectifs, tels que les fonds mutuels pour actions à risque (*growth stock funds*), les fonds communs de placement spécialisés par secteurs ou par pays, les syndicats de financement de projets, ou encore les partenariats de capital-risque, etc., participent de cette tendance.

Ces développements bénéficient aux entreprises à hauts risques, aux projets de grande envergure ou de long terme, et plus encore aux initiatives industrielles qui combinent plusieurs de ces caractéristiques. Certes, on connaît bien le rôle décisif des marchés financiers dans la mise en œuvre de ce type d'investissements dans les chemins de fer au XIX^e siècle²¹, ainsi que dans les industries de l'aéronautique et de l'énergie dans les années soixante²². Mais la nouveauté, dans l'environnement actuel, est la disponibilité de ces techniques de financement pour un éventail plus large de régions géographiques, de secteurs, d'entreprises et de projets²³.

79

L'ajustement de la structure du capital des entreprises

Le nouvel environnement financier facilite l'adaptation de la structure du capital des entreprises aux modifications de la composition de leurs activités et de leurs risques.

C'est dans les entreprises qui se lancent dans des projets d'investissement de grande dimension (destinés à une différenciation radicale des produits, à une réorganisation des processus de production ou à un effort de commercialisation renouvelé) qu'on trouve un premier exemple caractéristique de cette flexibilité accrue. Celles-ci doivent orienter systématiquement la structure de leurs actifs vers des éléments plus risqués et à plus long terme. Si la structure de leur passif ne se modifie pas, cela implique que les actionnaires seront forcés d'assumer des risques commerciaux et financiers plus élevés. Si la préférence des actionnaires existants

19—Arrow K. « The role of securities in the optimal allocation of risk-bearing ». *Review of Economic Studies*, avril 1964.

20—Rosenberg N. « How the west grew rich », *op. cit.*

21—Reed J. and Moreno G. « The role of large banks in financing innovation ». Dans: Landau R., Rosenberg N. « The positive sum strategy ». Washington DC National Academy Press, 1986.

22—Après le financement de centaines de démarrages d'entreprises de petite taille dans les secteurs à haute technologie au cours des années soixante-dix et quatre-vingt (voir: OCDE, « Le capital-risque dans les technologies de l'information », Paris, 1985), les marchés financiers ont récemment entrepris de financer des projets pluri-annuels massifs dans les technologies des télécommunications, des transports, des mass media et de l'espace. Au cours des deux dernières années, il a été fréquent de voir se lancer des initiatives se chiffrant par milliards de dollars dans ces domaines.

23—MCI, Wang, L'Oréal, Club Méditerranée, par exemple.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

pour le profil risque/rendement ne change pas en conséquence, il faut procéder à des ajustements dans la structure du capital afin de partager les risques plus élevés avec de nouveaux investisseurs ou afin de remplacer les actionnaires existants par des nouveaux dont les préférences en matière de risque et de rendement sont plus adaptées. Les possibilités ouvertes pour de nouvelles émissions d'actions, pour la conversion de titres d'endettement en actions, pour la conversion d'une dette à court terme en dette à long terme et pour l'émission de titres hybrides facilitent cette adaptation de la structure du capital. Bien qu'on n'ait pas tenté jusqu'à maintenant de mesure statistique des modifications de la structure du capital dans l'OCDE, des informations partielles sur des entreprises particulières montrent que ces changements se sont accélérés dans les années quatre-vingt. Ce sont les entreprises qui se réorganisent et qui se lancent dans des investissements offensifs qui ont profité le plus de ces opérations d'ajustement de leurs engagements²⁴.

Une deuxième catégorie d'entreprises industrielles qui exige des ajustements dans la structure des engagements est constituée par celles qui augmentent substantiellement la part de leurs actifs incorporels. Qu'il s'agisse d'investissements en R & D, de dépenses consacrées aux logiciels, de vastes programmes de formation professionnelle ou de recyclage, de campagnes de commercialisation et de publicité, les actifs incorporels sont, pour l'essentiel, spécifiques à une entreprise et ils ne peuvent être recommercialisés en cas d'obsolescence ou de faillite. Pour ces motifs, ils réduisent la valeur résiduelle et les garanties d'endettement des entreprises, et ils augmentent les risques financiers supportés par les actionnaires et les créanciers. Les entreprises qui se lancent dans ce type d'investissements, et dont le nombre ne cesse d'augmenter, doivent rééquilibrer la structure de leur capital en accroissant la part des actions et des autres engagements qui figurent en haut du bilan. On a observé statistiquement dans l'industrie américaine cette relation entre la croissance des investissements incorporels et la consolidation du capital social²⁵. Cette évolution a été facilitée par la disponibilité d'un large éventail d'instruments financiers du type « haut de bilan » sur les marchés financiers.

Un aspect particulier de la relation entre structure des actifs et structure des engagements concerne les entreprises dont le plus gros des actifs est incorporé dans le capital humain de leur personnel²⁶. En règle générale, les professionnels dotés d'un capital humain important sont très mobiles, et il se peut que la fluidité des actifs qui en résulte accroisse les risques auxquels sont confrontés les actionnaires externes et les créateurs. Dans ce cas, la propriété du capital par les dirigeants - mêmes de l'entreprise semble être la structure d'engagements la plus adaptée pour minimiser ces risques. Deux instruments financiers récents dont l'importance ne cesse de croître — à savoir le financement par capital-risque (qui implique souvent une participation majoritaire des fondateurs de l'entreprise) et les émissions de titres « de brocante » pour le rachat de l'entreprise par ses dirigeants — facilitent la mise en place de ces ajustements.

Dans la même perspective, on peut considérer que les opérations de « sauvetage » d'entreprises réalisées par leurs dirigeants et leurs employés

24— Long M. et Malitz I. *Investment patterns and financial leverage*. NBER Working Paper n° 1145, juin 1983.

25— C'est ce que l'on observe fréquemment dans les secteurs à haute technologie et dans les secteurs de services (logiciels, ingénierie, analyse financière, cabinets juridiques, galeries d'art, etc.).

26— La propriété privée des entreprises (propriété par des personnes situées à l'intérieur de l'entreprise et prise de contrôle des actions auparavant détenues par le public) a augmenté dans plusieurs pays de l'OCDE. Les services d'endettement financier ont favorisé ces initiatives, en transformant les actions détenues par des personnes extérieures à l'entreprise en dettes de l'entreprise. Aux États-Unis en 1984, ce type de « privatisations » s'est monté à 10,8 milliards de dollars et a représenté 27 % en valeur de toutes les acquisitions de sociétés (Grim W. *Mergerstat Review*, 1985, cité par Jensen M. « Agency cost of free cash flow, corporate finance, and take-overs », *American Economic Review*, mai 1986).

représentent un engagement de capital humain interne qui devient leur nouvel actif clé. C'est la raison pour laquelle elles impliquent souvent le rachat de l'entreprise par son personnel. La plupart de ces opérations sont financées par les nouveaux instruments d'endettement²⁷.

LA DÉPENDANCE DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES À L'ÉGARD DES MARCHÉS FINANCIERS

Les transformations des marchés financiers ont globalement pour effet que les investisseurs financiers deviennent plus sensibles à la valeur actuelle et au coût d'opportunité de leurs placements dans les entreprises industrielles. Ils tendent à réagir plus rapidement, et plus fortement, à des modifications dans les perspectives de revenu des entreprises ainsi qu'aux modifications qui interviennent dans les autres possibilités de placement offertes par le marché.

Deux canaux — pour reprendre une dichotomie développée par A. Hirschmann dans un autre contexte²⁸ — peuvent transmettre au secteur des entreprises cette sensibilité accrue des investisseurs :

- *Le mécanisme de « prise de parole »*. Il joue quand les détenteurs d'actions font prévaloir leurs droits formels d'actionnaires et les détenteurs de titres d'endettement leurs droits informels de créanciers, dans le but de rapprocher le comportement des entreprises en matière d'investissement et de compétition des intérêts des investisseurs.

- *Le mécanisme de « sortie »*. Il joue quand des actionnaires insatisfaits — ou des obligataires — revendent leurs actions sur les marchés secondaires, et quand les prêteurs prennent des mesures de désengagement²⁹.

Dans le passé, les relations entre investisseurs financiers et entreprises industrielles ont combiné les mécanismes de la prise de parole et de la sortie, avec une préférence pour le premier. Il y a certainement eu de grandes différences entre les entreprises, les secteurs industriels, les catégories d'investisseurs, et surtout au plan international. Ce dernier ensemble de différences a notamment justifié la notion de « systèmes financiers nationaux » et a été présenté un peu partout comme l'un des facteurs explicatifs du mode de croissance particulier des industries nationales. On a largement commenté la distinction tranchée entre propriété et direction de l'entreprise (avec une part relativement élevée prise par le mécanisme de la sortie) sur les marchés boursiers américains, tout comme les liens étroits entre les banques actionnaires et les conseils d'administration des entreprises industrielles allemandes (avec les mécanismes de prise de parole qui en ont résulté), ainsi que les liens étroits entre les banques de crédit et les sociétés industrielles à l'intérieur des groupes industriels-financiers japonais³⁰.

Les développements apparus récemment sur les marchés financiers ont des implications importantes pour ces systèmes d'interactions. Elles ont deux aspects principaux — et quelque peu contradictoires — que nous allons étudier.

27 — Hirschman. « Exit, voice and loyalty: Responses to decline in firms, organisations and states. » Harvard University Press, Cambridge. *American Economic Review*, 1970.

28 — Ces phénomènes ont été analysés dans la théorie économique du mandataire. Voir : Fama E., Jensen M. « Separation of ownership and control ». *Journal of law and economics*, juin 1983. Williamson O. « Organisation form, residual claimants, and corporate control ». *Journal of Law and Economics*, juin 1983. Demsetz H., Lehn K. « The structure of corporate ownership: causes and consequences ». *Journal of Political Economy*, n° 6, 1985. On trouvera une synthèse récente dans : Pratt J., Zeckhauser R. « Principals and agents: the structure of business ». Harvard Business School Press, 1985.

29 — On trouve une analyse comparative récente des environnements financiers aux États-Unis, en Europe et au Japon dans : Reich B. « Bailout: A comparative study in law and industrial structure ». *Yale Journal of Regulation*, vol. 2, 1985.

30 — Walsh S. « Measuring business performance ». Washington DC, Conference Board Publication, 1982.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

La titrisation des transactions financières et le rôle des mécanismes de sortie

La titrisation des transactions financières a essentiellement trait à l'endettement, des émissions d'obligations tendant à remplacer des accords de prêts bilatéraux. Mais elle touche également l'émission d'actions, puisque des offres publiques (et particulièrement des offres publiques initiales) tendent à remplacer les placements privés.

Dans ce contexte, la relation qui en résulte entre une entreprise industrielle et ses financeurs tend à devenir plus distante (*arms' length*). Des entreprises de régions, secteurs ou pays différents peuvent se permettre de rechercher des investisseurs de secteurs financiers, régions et pays non moins différents. Ces investisseurs devront alors évaluer les entreprises et les projets à partir d'informations anonymes au lieu de circuits d'information ou d'interaction interpersonnels et traditionnels. Cela affaiblira les interactions fondées sur la prise de parole en cas de difficultés dans les affaires ; en même temps, le champ ouvert à des comportements de sortie s'élargira, en raison de la liquidité accrue des actifs financiers et de la sensibilité, de la nervosité et de la volatilité croissantes des investisseurs et des créanciers. On a largement observé ces évolutions dans le domaine du financement des entreprises américaines au début des années quatre-vingt, les transformations des marchés financiers ayant progressé plus rapidement dans ce pays que dans les autres pays de l'OCDE.

Dans cet environnement, on a souvent insisté sur l'utilisation de l'information comptable publiée comme instrument d'évaluation³¹. De fait, les informations relatives au revenu, aux coûts et à la rentabilité à court terme sont les principaux signaux qu'utilisent la plupart des institutions financières pour évaluer les entreprises industrielles. Dans la mesure où ces indicateurs sont loin d'être des indices parfaits de la valeur réelle, de la compétitivité potentielle et des perspectives de croissance future des entreprises, on a vu dans cette tendance une des principales carences de l'évolution des marchés financiers par rapport au développement de l'industrie (surtout aux États-Unis). Dans cette perspective, l'utilisation excessive des indicateurs financiers à court terme pénalise les entreprises agressives qui investissent dans des actifs à long terme, et en fait des cibles pour des tentatives d'offres d'achat hostiles en raison des cours indûment dépréciés de leurs actions³².

Cependant, on peut voir dans le recours généralisé aux données financières sommaires une solution à court terme que le secteur financier a dû trouver pour satisfaire ses besoins considérables en informations et en évaluations au début des années quatre-vingt. Une restructuration rapide de l'industrie et des possibilités d'investissement apparemment passagères ont engendré des contraintes de temps, qui ont obligé à leur tour les institutions financières à se fier à des méthodes approximatives du type de celles que l'on a décrites. Mais à mesure que la concurrence entre investisseurs et leur sophistication technique augmenteront, on peut s'attendre à ce que d'autres méthodes d'information et d'évaluation complètent progressivement l'attention accordée aux chiffres publics des comptes trimestriels.

31 — Pour les inquiétudes que cette évolution a soulevées parmi les entreprises industrielles, voir : *Business Week*, « Will money managers wreck the economy ? ». *Special Report*, août 1984 ; *Business Week*, « Playing with fire : As speculation replaces investment our economic future is at stake ». *Special Report*, septembre 1985 ; *New York Times*, « US firms obsessed with earnings. Long-term is forgotten in quarterly scramble », 5 mars 1986. Pour une présentation plus théorique voir : Scherer F.M. « Take-overs : present and future dangers ». *Brookings Review*, hiver-printemps 1986. Une appréciation nettement plus positive de cette évolution se trouve dans Boone Pickens T. « Professions of a short-termer ». *Harvard Business Review*, mai/juin 1986.

32 — Marver J.D. « Trends in financing innovation ». Dans Landau R., Rosenberg N. « The positive sum strategy ». *op. cit.*, 1986.

Il se pourrait alors qu'un retour aux aspects les plus positifs des méthodes traditionnelles d'examen de la stratégie des entreprises sur une base permanente soit l'évolution rationnelle à suivre pour un grand nombre d'investisseurs financiers.

L'institutionnalisation des investissements financiers et la réapparition des interactions fondées sur la prise de parole

La part accrue des institutions dans l'affectation de l'épargne des ménages et des entreprises augmente les incitations à investir à long terme dans l'industrie pour deux raisons : la sophistication croissante des institutions investisseurs devrait réduire les possibilités de plus-values spéculatives à court terme ; les grandes institutions peuvent supporter des coûts fixes plus élevés pour analyser, suivre et surveiller leurs placements industriels dans une optique à long terme.

Il est probable que l'institutionnalisation des investissements financiers, complétée par la gamme des instruments de couverture contre le risque, restreindra les possibilités de faire des plus-values importantes à court terme sur les marchés financiers. En réalité, ces gains sont garantis par définition dans le cadre de jeux à somme nulle entre des investisseurs qui réussissent à prévoir et à anticiper les mouvements du marché et d'autres qui ne parviennent pas à s'adapter, ou qui s'adaptent trop tard, à ces fluctuations. Quand une plus grande fraction des actifs financiers est détenue par des investisseurs importants et expérimentés, la diffusion plus rapide des informations pertinentes, la vitesse plus grande d'adaptation des portefeuilles et les intérêts acquis des grands investisseurs dans la valeur de la plupart des sociétés industrielles deviennent autant de facteurs de convergence dans l'évolution des cours des titres. La gamme des instruments de couverture contre le risque, tels que les contrats à terme et les options, assure aussi les investisseurs contre des pertes spéculatives et diminue dans une certaine mesure les perspectives de gains spéculatifs pour les autres acteurs.

83

Ainsi la coexistence, au cours des dernières années, d'un côté d'investissements institutionnels plus volumineux, d'instruments plus nombreux de couverture contre le risque, et de l'autre du rôle encore très important d'opérations spéculatives sur les marchés financiers peut paraître paradoxale. Des transformations structurelles et réglementaires rapides des marchés ont entraîné des discontinuités dans l'offre de fonds, les structures des portefeuilles, l'information et les prix ; elles ont ouvert un champ exceptionnel à des actions spéculatives. Cependant, en raison des facteurs que l'on a présentés ci-dessus, on peut s'attendre à voir ces possibilités se réduire à l'avenir et les nouvelles opportunités consister, pour l'essentiel, dans les rendements et les plus-values à long terme de placements industriels sains. Les premiers signes de cette évolution commencent à se faire jour sur certains marchés des titres industriels.

En outre, les investisseurs institutionnels disposent de plus de ressources, dans leur organisation, pour gérer leurs portefeuilles plus activement que les investisseurs individuels, peu sophistiqués et n'ayant qu'une faible surface. En particulier, ces investisseurs peuvent faire un usage plus équilibré des mécanismes de la prise de parole et de la sortie. Contrairement aux petits investisseurs, ils peuvent supporter les coûts fixes élevés qu'implique la surveillance de la gestion des entreprises qui sont leurs débitrices. Ils peuvent ainsi mettre à jour les éventuelles inefficacités de gestion, ainsi que d'éventuelles possibilités de croissance inexploitées dans ces entreprises, de manière plus compétente et correcte. Cela vaut aussi bien pour les investisseurs en actions que pour les investisseurs en titres d'endettement. De plus, puisqu'elles manient des portefeuilles de très grande ampleur, les institutions peuvent développer des connaissances spécifiques à un secteur, à un marché, à

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

une technologie, à un pays, etc., qu'elles peuvent mobiliser à l'occasion de ces évaluations.

Cette institutionnalisation intervenant sur des marchés financiers plus ouverts et concurrentiels, notamment au plan international, devrait donc améliorer la qualité et l'efficacité des interactions entre marchés financiers et secteur industriel. Si ce scénario se concrétise, les plus grands bénéficiaires en seront, dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, les entreprises bien gérées et les projets d'investissement solides — même s'ils sont difficiles et risqués. Cela constitue d'autant plus un avertissement pour les entreprises gérées inefficacement, et pour les projets d'investissement introduits sur des bases incertaines. □

STRUCTURE DE L'OFFRE DE FONDS SUR LES MARCHÉS DU CRÉDIT

Fonds nets (%)	USA			JAP			RFA			RU			FRA			CAN		
	69	76	84	69	76	84	69	76	84	69	76	84	69	76	84	69	76	84
Collectivités publiques	6.1	5.3	7.2	0.1	0.4	-0.6	0.5	0.3	1.8	13.8	6.4	10.6	5.8	4.7	9.0	6.1	3.8	3.8
Entreprises non financières	-0.5	3.1	3.8	2.1	1.9	-2.2	3.7	4.6	4.9	9.7	11.6	9.7	5.2	5.6	12.7	-1.2	0.3	8.6
Ménages	27.6	23.7	22.7	6.4	8.7	10.4	18.1	21.3	21.8	-0.2	-0.2	-1.8	5.6	5.8	9.3	(2)	(2)	(2)
Reste du monde	0.8	6.1	4.8	1.8	1.8	2.0	-0.8	3.0	6.2	10.7	14.8	-1.0	6.9	9.9	12.0	6.1	21.7	13.1
Institutions monétaires	18.2	23.7	22.7	37.2	33.2	34.9	69.2	59.4	55.6	54.6	23.3	42.8	33.0	35.1	22.4	46.3	42.4	22.8
Autres institutions financières privées (caisses de retraite, Cies d'assurance, etc.)	40.5	50.4	46.6	53.8	55.3	56.0	9.7	11.2	11.2	23.5	36.6	43.8	38.7	37.7	38.9	34.6	23.2	28.4
Organismes de crédit parrainés par l'État	7.3	5.7	8.7															
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : OCDE.

1. — 13% en 1983.

2. — Y compris les ménages et les entreprises individuelles.

STRUCTURE DE LA DEMANDE DE FONDS SUR LES MARCHÉS DU CRÉDIT

Fonds nets (%)	USA			JAP			RFA			RU			FRA			ITA			CAN		
	1969	1976	1984	1969	1976	1984	1969	1976	1984	1969	1976	1984	1969	1976	1984	1969	1976	1984	1969	1976	1984
Collectivités publiques	5.5	27.9	28.4	14.6	36.4	30.3	1.4	21.2	14.1	2.7	22.2	16.7	4.4	10.0	19.4	19.8	44.7	47.7	32.1	17.5	41.0
Entreprises non financières	38.3	27.3	21.7	54.6	35.1	35.2	50.7	32.3	36.5	13.4	29.6	14.4	47.2	36.9	27.6	38.1	35.6	27.9	37.2	30.9	21.9
Ménages	27.1	31.1	29.1	17.1	17.8	12.7	4.4	7.1	3.5	8.6	16.8	34.0	22.0	20.4	13.1	0.7	0.8	1.1	(2)	(2)	(2)
Total des secteurs non financiers	70.9	86.3	79.1	86.4	89.3	78.2	56.5	60.6	55.7	24.6	68.6	65.1	73.6	67.3	60.1	58.6	81.2	76.8	94.8	89.1	82.1
Reste du monde	3.0	6.7	0.2	(1)	(1)	(1)	21.2	8.7	17.0	60.0	16.1	24.0	5.3	7.5	6.3	14.7	2.2	9.7	2.5	3.0	3.8
Institutions financières	26.1	7.1	20.7	13.6	10.7	21.8	22.2	30.7	27.4	15.4	15.3	10.9	21.1	25.2	33.5	26.8	16.3	12.7	2.7	7.9	14.1
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : OCDE.

1. Les fonds collectés par le « Reste du Monde » ne sont pas pris en compte dans les statistiques japonaises.

2. Ménages et entreprises individuelles.