

Les déterminants structurels de la mutation financière récente :

Jacques
DELMAS-MARSALET

Directeur général adjoint
de la Caisse des dépôts

Depuis quelques années, les systèmes financiers¹ des pays occidentaux connaissent des évolutions rapides et de grande ampleur.

Bien qu'elles varient, en rythme et en intensité, selon les pays, ces évolutions n'en comportent pas moins quelques tendances lourdes et communes.

La plus notable est un *développement explosif des marchés*, au détriment de l'intermédiation bancaire classique. Un peu partout, les émissions de titres négociables gagnent de l'importance par rapport aux dépôts et prêts bancaires. Parallèlement, la part des financements à la charge des intermédiaires dans le financement total des agents non financiers diminue (v. tableau I).

9

TABLEAU I :
RATIO D'INTERMÉDIATION

	1979	1982	1983	1984	1985	1986
Etats-Unis	76	42	48	63	37,8	ND
France	80	78	71	62	59	38,7
Italie	62	39	30	ND	39,0	ND
RFA	95	79	80	82	61,0	ND
Royaume-Uni	62	81	62	75	47,7	ND

Source : BRI et estimations CDC pour 1985 et 1986.

¹ - Entendus ici comme l'ensemble des institutions et mécanismes permettant d'acheminer l'épargne (éventuellement après transformation) vers l'investissement, qu'il s'agisse des marchés financiers, du système bancaire ou des intermédiaires financiers non bancaires.

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

Ce développement des marchés s'accompagne d'une *diversification croissante des instruments* de financement, de placement et de couverture contre les risques : à côté des classiques actions et obligations à taux fixe, on voit se développer un peu partout les taux variables, les titres courts (certificats de dépôts bancaires au Royaume-Uni, en France et en Italie, papier commercial des entreprises dans ces mêmes pays, aux Pays-Bas et sur les euro-marchés), les titres intermédiaires entre actions et obligations (obligations subordonnées, convertibles ou à warrants, actions d'épargne à dividende prioritaire, certificats d'investissement ou titres participatifs), ainsi que les instruments de couverture ou d'arbitrage (futures, options, swaps de taux d'intérêt ou de devises).

Parallèlement, on assiste à un *décloisonnement et à une intégration croissante des marchés*. Nombre des nouveaux instruments ont pour effet de mettre en communication des marchés jusque-là séparés (obligations et actions, court terme et long terme, titres et crédits bancaires). A ce decloisonnement sectoriel s'ajoute un decloisonnement géographique, marqué par la croissance spectaculaire des euro-marchés et l'interdépendance, voire l'internationalisation croissante des marchés domestiques.

Enfin, ce mouvement s'accompagne d'une *désécialisation des intermédiaires financiers*, sous l'effet de la déréglementation et de la concurrence. La distinction classique dans nombre de pays, entre banques commerciales et banques d'affaires ou d'investissement s'estompe du fait, notamment, de l'intrusion des premières sur le marché des titres. A Londres, les regroupements, acquisitions ou fusions de banques, courtiers et maisons de titres se multiplient donnant naissance à quelques méga-entreprises capables, tout à la fois, d'opérer sur les marchés mondiaux et de continuer à proposer des services bancaires traditionnels. Un peu partout, enfin, la concurrence pour la distribution des produits d'épargne remet en cause la frontière entre banques, compagnies d'assurances et grande distribution.

Ces évolutions n'affectent pas au même degré tous les pays européens : alors que le système financier anglais semble devoir connaître une évolution rapide, le système allemand où les banques « à tout faire » existent depuis longtemps et conservent leur rôle primordial, commence tout juste à être affecté ; les autres pays sont dans des situations intermédiaires, la France se distinguant par l'importance des changements intervenus au cours des deux dernières années.

En un moment où la communauté européenne s'apprête à franchir un nouveau pas dans la voie de la libéralisation des mouvements de capitaux et des services financiers, il convient de se demander si ces évolutions sont durables ou éphémères, pérennes ou réversibles.

Pour ce faire, il est nécessaire d'analyser les déterminants de ces évolutions en s'efforçant de distinguer ce qui, relevant de causes conjoncturelles, peut être réversible et ce qui, lié à des déterminants structurels, représente de véritables mutations.

Cette distinction n'est cependant pas facile à faire : d'abord parce qu'il n'est pas toujours aisé de séparer les effets des causes ; ensuite parce que certains phénomènes conjoncturels peuvent, lorsqu'ils durent, déterminer des changements structurels de comportement.

La thèse ici développée est que la plupart des mutations auxquelles nous assistons sont dues à des changements de comportement des agents économiques en réaction ou en réponse à une nouvelle donne économique et technologique qui a modifié les besoins en matière financière. Ces changements sont à leur tour facteurs d'une dynamique des mutations qui fait intervenir les banques et les gouvernements.

LA NOUVELLE DONNE ÉCONOMIQUE ET TECHNOLOGIQUE

Le développement et l'interpénétration des marchés financiers ont été favorisés par les modifications de l'environnement économique et technologique intervenues depuis une dizaine d'années. Trois facteurs ont, à cet égard, joué un rôle décisif.

L'AMPLEUR DES DÉSÉQUILIBRES ÉCONOMIQUES, ET DONC DES BESOINS DE FINANCEMENT, PROVOQUÉS PAR LES CHOCS PÉTROLIERS SUCCESSIFS, DANS UN ENVIRONNEMENT MARQUÉ PAR L'ABANDON DES PARITÉS FIXES ENTRE LES MONNAIES

Au plan mondial, le système financier international a eu à gérer trois problèmes de grande ampleur : le recyclage des excédents pétroliers, le financement du déficit des pays en voie de développement et, plus récemment, celui du déficit américain (v. tableau II).

**TABLEAU II :
BALANCE COURANTE EN % DU PNB**

11

	1970	1974	1977	1980	1982	1984	1985
Pays exportateurs à hauts revenus	+ 15,7 %	+ 51,5 %	+ 26,3 %	+ 31,4 %	+ 20,1 %	-	-
Tous pays en développement	- 2,6 %	- 2,3 %	- 2,6 %	- 3,3 %	- 4,8 %	- 1,8 %	-
Pays en développement importateurs de pétrole	- 2,5 %	- 3,9 %	- 2,1 %	- 4,6 %	- 4,2 %	- 2,1 %	-
Europe des 10	+ 0,5 %	- 1,0 %	+ 0,1 %	- 1,3 %	- 0,6 %	+ 0,1 %	+ 0,5 %
Etats-Unis	+ 0,2 %	0,3 %	- 0,7 %	+ 0,2 %	- 0,2 %	- 2,8 %	- 3,4 %
Japon	+ 1,0 %	- 1,0 %	+ 1,6 %	+ 1,1 %	+ 0,7 %	+ 2,8 %	+ 3,5 %

Il a fait face aux deux premiers en étendant, au plan international, l'intermédiation bancaire classique : dépôts et prêts transitant par le bilan des banques des pays industrialisés. Cependant, à partir de 1982, la crise de l'endettement des pays en voie

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

de développement a freiné ce processus : il a rendu les banques, dont les bilans étaient fragilisés par ces créances, plus prudentes.

Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, que le troisième problème : celui du financement du déficit des Etats-Unis et, plus temporairement, d'autres pays industrialisés, ait été résolu par appel au marché plutôt que par appel au crédit. D'autant que la qualité des emprunteurs (Trésor américain, grandes entreprises) comme celle des prêteurs (Japon, pays industrialisés en excédent) facilitait une telle substitution.

Au plan interne, le ralentissement de la croissance consécutif aux chocs pétroliers s'est également traduit par l'apparition d'importants déséquilibres dans les comptes des entreprises et des États. Si les premiers ont été progressivement résorbés par reconstitution des marges et/ou freinage des investissements plutôt que par appel au crédit, les seconds ont été à l'origine d'un gonflement des besoins de financement du secteur public à la fois important, et durable, compte tenu de la charge croissante des intérêts de la dette (v. tableaux III et IV).

Pour couvrir ces besoins, tout en limitant la monétisation des déficits, les Etats ont tout naturellement fait appel au marché des titres à long terme (obligations qui représentaient, en 1984, plus de 50 % des ressources nettes du Trésor en France et en Grande-Bretagne, plus de 68 % en République Fédérale d'Allemagne) ou des titres à court terme (bons et certificats de crédit du Trésor ouverts au public en Italie et, plus récemment en France).

Le gonflement des besoins de financement du secteur public par rapport à la demande de crédit du secteur privé fût ainsi, un peu partout, un des facteurs principaux de développement des marchés en même temps qu'une des causes essentielles, et même exclusive en Allemagne, du recul relatif de l'intermédiation bancaire classique. Il a, aussi, été à l'origine d'importantes innovations financières, les Trésors nationaux rivalisant d'imagination pour offrir aux investisseurs des formules de placement attrayantes (Index United Bonds au Royaume-Uni, obligations renouvelables du Trésor et obligations échangeables en France).

12

CE COURANT D'INNOVATION FINANCIÈRE A ÉTÉ FORTEMENT STIMULÉ PAR L'AGGRAVATION DES INCERTITUDES QUI CARACTÉRISE L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE DEPUIS UNE DÉCENNIE

En l'espace de quelques années, l'inflation a connu des mouvements brutaux d'accélération puis de décélération. Les taux d'intérêt ont fortement varié et sont devenus beaucoup plus volatiles. Leur niveau très élevé joint à d'importantes modifications de la demande ou des prix relatifs ont provoqué l'apparition de véritables secteurs sinistrés : construction immobilière, pétrole, agriculture. Enfin, depuis l'abandon des parités fixes, les taux de change sont soumis à des mouvements assez largement imprévisibles, tout au moins à court terme.

Ces incertitudes accroissent considérablement les risques de crédit, de change, de taux et de liquidité sur les marchés. Elles ont provoqué un foisonnement d'innovations tendant à permettre aux emprunteurs, et surtout aux prêteurs ou investisseurs, de se prémunir ou de se couvrir contre ces risques. Sans prétendre à l'exhaustivité, on citera en particulier :

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

- le raccourcissement des échéances qui fût à l'origine du développement explosif des titres courts, notamment du commercial paper aux Etats-Unis, en Europe et sur les euro-marchés (à travers les NIFs et RUFs) ;
- l'introduction des taux variables, qui permettent de reporter le risque de taux sur l'emprunteur, d'abord dans le domaine des prêts bancaires internationaux, puis sur les marchés obligataires ;
- le développement des marchés d'options et de contrats à terme qui permettent de se couvrir contre les risques de fluctuation des cours et des taux d'intérêt ;
- enfin, l'ouverture, par les swaps, mais aussi par les obligations échangeables ou à warrants d'obligations, de facultés d'arbitrage, révisables dans le temps, entre taux fixes et taux variables, ainsi qu'entre monnaies.

TABLEAU III :
PAIEMENTS D'INTÉRÊTS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(EN % DU PIB)

(Source BRI 1985)

	R.F.A.	France	Italie	U.K.
1973	1,1	0,8	2,5	3,7
1983	3,0	2,6	9,1	4,8
1984	3,0	3,0	9,8	5,1

13

TABLEAU IV :
CAPACITÉ OU BESOIN DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS
PUBLIQUES (EN % du PIB)

	R.F.A.	France	Italie	U.K.	Europe 10
1970-1973	+ 0,2	0,8	- 5,8	0,1	- 0,8
1974-1975	- 3,5	- 0,7	- 9,9	- 4,2	- 3,2
1976-1979	- 2,8	- 1,0	- 9,1	- 4,0	- 3,9
1980-1983	- 3,2	- 1,9	- 11,2	- 3,2	- 5,0
1984-1985	- 1,6	- 3,0	- 13,6	- 3,6	- 5,2

L'aptitude de ces différentes techniques à assurer la sécurité du système ne doit évidemment pas être surestimée. Elles ne peuvent, le plus souvent, éliminer le risque, mais seulement le transférer sur les contreparties, avec les effets pervers que

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

cela peut comporter pour ces dernières : on l'a vu notamment avec la crise d'endettement des pays en voie de développement.

Elles n'en contribuent pas moins à améliorer l'efficacité du système, notamment en mettant en communication des marchés — nationaux ou spécialisés dans tel type de produit — autrefois cloisonnés.

CETTE INTÉGRATION CROISSANTE DES MARCHÉS A ÉTÉ, ENFIN, FAVORISÉE PAR LES PROGRÈS TECHNOLOGIQUES CONSTATÉS, DEPUIS 10 OU 15 ANS, DANS LE DOMAINE DE L'INFORMATIQUE ET DE LA COMMUNICATION

Les progrès déterminants, du point de vue financier, sont ceux qui ont affecté la capacité et la rapidité, d'une part du traitement et de la diffusion, en temps réel, des informations financières, d'autre part des modes de compensation et de règlement des transactions.

Ils permettent aujourd'hui aux opérateurs de tel ou tel pays d'intervenir sur les principales places financières du monde. Ainsi tend à s'établir un marché mondial fonctionnant en continu 24 heures sur 24.

La multiplication des transactions et la mise en communication des marchés ont également pour origine les possibilités d'arbitrage instantané offertes aux gestionnaires par le développement des systèmes d'aide à la décision reposant sur la micro-informatique.

Cette évolution ne va pas sans remettre quelque peu en cause l'organisation traditionnelle des marchés nationaux en particulier des bourses de valeurs. Elle tend, en effet, à favoriser les marchés décentralisés, reliant en continu les opérateurs par un réseau de communication, par rapport aux marchés centralisés, les réunissant en un même lieu pendant une période de temps nécessairement limitée. La concurrence que livre le NASDAQ au New York Stock Exchange aux Etats-Unis, la course de vitesse engagée entre Reuter et la bourse de Londres, le développement d'un marché continu avec assistance automatique à la cotation à Paris, en sont des illustrations.

Il ne s'agit là, cependant, que d'une manifestation très partielle des efforts d'adaptation des acteurs nationaux à la nouvelle donne économique et technologique.

LES CHANGEMENTS DE COMPORTEMENT DES AGENTS NON FINANCIERS

Une large part des mutations financières récentes, en particulier le développement des marchés au détriment de l'intermédiation bancaire classique, s'explique par les réactions des agents non financiers — entreprises et particuliers — face aux politiques d'ajustement suivies pour remédier à la crise.

Compte tenu de l'ampleur des déficits budgétaires et de la difficulté de les réduire rapidement, ces politiques d'ajustement ont reposé principalement sur deux armes :

— des politiques monétaires restrictives qui ont contribué à faire entrer le monde occidental dans une phase de taux d'intérêt réels durablement élevés,

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

— une modification du partage de la valeur ajoutée au profit des entreprises et au détriment des particuliers.

Ces évolutions ont puissamment contribué à modifier les comportements des unes et des autres dans un sens défavorable à l'intermédiation bancaire classique et favorable au développement des marchés.

**CONFRONTÉES À LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS
ET À LA NÉCESSITÉ DE RÉDUIRE LEURS COÛTS,
POUR PRÉSERVER LEUR COMPÉTITIVITÉ,
LES ENTREPRISES ONT EU TENDANCE À SE DÉSENDETTER
EN FAISANT MOINS APPEL AU CRÉDIT BANCAIRE,
ET À RENFORCER LEURS FONDS PROPRES,
EN RECONSTITUANT LEURS MARGES
PUIS EN FAISANT APPEL AUX MARCHÉS BOURSISERS**

Ce mouvement a, dans certains pays, été encouragé par les pouvoirs publics qui se sont efforcés de favoriser la désindexation des salaires et d'encourager les augmentations de capital : que ce soit par des incitations fiscales (France, Belgique) ou par l'ouverture du marché des actions à des entreprises moyennes (over the counter ou second marché en France, Italie, Danemark, Pays-Bas).

Au total, il en est résulté une certaine diminution des besoins de financement par emprunt des entreprises, en même temps qu'une augmentation de leur capacité de placement (v. tableau V).

15

**TABLEAU V :
ACQUISITIONS NETTES D'ACTIFS FINANCIERS
PAR LES ENTREPRISES**

(Source OCDE)

	France (Mds F.)	R.F.A. (Mds DM)	Italie (1000 Mds livres)	G.B. (Mds livres)
1980	78,0	37,7	11,9	7,3
1983	152,5	62,8	29,1	12,6
1984	136,2	56,9	35,0	9,2

Parallèlement, les grandes entreprises se sont efforcées de mieux gérer à la fois leur trésorerie et leur dette, en faisant appel à toutes les techniques nouvelles offertes par les marchés. Elles ont également cherché à réduire le coût de leur nouvel endettement. Compte tenu des marges d'intermédiation traditionnellement appliquées par les banques, ceci ne pouvait que les conduire à faire directement appel au marché : d'abord pour leurs besoins de financement longs, à travers des émissions d'obligations ; ensuite pour leurs besoins de financement courts, à travers l'émission de papier commercial.

MUTATION FINANCIÈRE

Ce mouvement, particulièrement important aux Etats-Unis où les entreprises industrielles apparaissent souvent plus solides que les banques, commence à se développer en Europe, même si certains pays comme l'Allemagne, voient le financement bancaire se maintenir. La France, après les Pays-Bas, a ainsi introduit les billets de trésorerie, appellation française du « commercial paper », dont le développement fut assez rapide. Ce fait est d'autant plus notable que, dans ces pays comme en Allemagne, les liens entre banques et entreprises étaient particulièrement étroits.

De tout ceci résulte un certain affaiblissement de la demande de crédit des entreprises au profit d'appels directs au marché.

Toutefois, ce mouvement de désintermédiation des limites évidentes.

— En premier lieu, il ne concerne que les grandes entreprises (ou les collectivités locales importantes) qui ont, seules, la surface financière suffisante pour faire appel directement au marché. Il laisse subsister au profit — ou à la charge — des intermédiaires bancaires la clientèle des petites et moyennes entreprises, des communes de moindre importance et, bien entendu, des ménages.

— En second lieu, il s'accompagne d'une assistance ou d'une garantie des banques (syndicats de placement, back up lines pour le papier commercial) qui trouvent, dans cette nouvelle intermédiation financière une source de commissions.

— Enfin, mais c'est un jugement personnel, il est peu probable que le développement des émissions de papier commercial par les entreprises restent longtemps à l'abri de la vigilance des autorités monétaires.

CES MODIFICATIONS DE COMPORTEMENT DES EMPRUNTEURS S'ACCOMPAGNENT DE CHANGEMENTS — NON MOINS NOTABLES — DANS LE COMPORTEMENT DES ÉPARGNANTS

Confrontés à des taux d'intérêt élevés et à un tassement de leur pouvoir d'achat, les particuliers ont, à la fois, diminué leur taux d'épargne (v. tableau VI) et modifié très sensiblement l'orientation de leurs placements.

**TABLEAU VI :
TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES**

	1975	1980	1984
France	18,6	14,9	13,4
Italie	26,5	22,0	23,0
R.F.A.	14,0	12,9	11,5
Royaume-Uni	11,2	14,8	11,5

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

Dans nombre de pays, l'épargne investie dans l'immobilier, et la demande de crédits qui l'accompagne, handicapés par le niveau élevé des taux d'intérêt réels, ont reculé au profit des placements financiers.

Mais surtout, le choix de ceux-ci a été de plus en plus influencé par la recherche de rémunérations élevées qui constitue, dans tous les pays, une constante de l'attitude nouvelle des épargnants. Cette quête du rendement a entraîné des transferts importants des dépôts à vue ou comptes d'épargne, faiblement rémunérés ou à taux très inerte, vers les produits offrant des rémunérations liées au marché, renforçant ainsi la concurrence entre réseaux. Il en est résulté, alternativement ou cumulativement selon les pays :

- soit une diminution des dépôts bancaires au profit de l'épargne investie sur les marchés,
- soit un renchérissement de ces dépôts lorsque les banques, pour les conserver dans un contexte très concurrentiel, ont dû accepter des relèvements sensibles de rémunération.

Dans le plus grand nombre de pays, la recherche d'une meilleure rémunération s'est traduite, au total, par un développement de l'épargne investie en actions, obligations ou titres courts sur les marchés, et donc par un renforcement de la désintermédiation bancaire. Ainsi, les placements en valeurs mobilières, qui représentaient 11,4 % des placements des ménages français en 1979, en représentaient 27,8 % en 1985.

Ce mouvement a été facilité, voire accéléré, par le développement rapide des formes de gestion collective de l'épargne, qu'il s'agisse des institutions traditionnelles (compagnies d'assurance vie et fonds de pension) ou des nouveaux fonds communs de placement (Unit et investment funds, SICAV et FCP...).

Parfois encouragée par des mesures fiscales (Allemagne, France, Italie), cette institutionnalisation croissante de l'épargne répond à un besoin réel de l'épargnant, allant de pair avec une définition plus précise des objectifs assignés à l'épargne (préparation de la retraite, recherche de plus-values ou de revenus, gestion de trésorerie). Elle introduit aussi une évolution dans l'intermédiation financière : l'intermédiaire, rémunéré à la commission, ne prend plus le risque de transformation ; il peut s'agir aussi bien d'une banque que d'une non banque (compagnie d'assurance, courtier ou agent de change, maison spécialisée) ; enfin, les méthodes de distribution du produit peuvent être diversifiées (vente au guichet, par correspondance ou dans un supermarché).

Il n'est cependant pas sûr que l'attrance actuelle de l'épargnant pour l'épargne investie, directement ou indirectement, sur le marché des valeurs mobilières soit totalement irréversible. Elle a, en effet, été aiguisée, ces dernières années, par la baisse quasi continue des taux nominaux, qui a tout à la fois accru le rendement et masqué le risque des placements obligataires, et par la hausse des cours sur les marchés des actions lié à l'amélioration des résultats des entreprises. Il n'est pas certain qu'elle se maintienne dans l'hypothèse où un retournement durable des marchés concrétiserait le risque inhérent à ces placements. Il n'est pas impossible que se produise alors un certain reflux vers des placements moins rémunérateurs, mais aussi moins risqués, qu'ils s'appuient sur des titres courts ou des comptes bancaires. Le cas allemand, où les banques ont pu répondre aux attentes des épargnants en proposant des comptes à terme plus souples ou des certificats d'épargne, pourrait servir d'exemple.

LA RÉPONSE DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Les changements intervenus dans l'environnement économique et dans le comportement des agents non financiers ont profondément modifié le métier de banquier.

La diminution en volume ou le renchérissement des dépôts, l'affaiblissement de la demande de crédit des entreprises, la montée des risques rendant nécessaire la constitution d'importantes provisions, ont pesé sur la rentabilité des banques, notamment des banques commerciales à larges réseaux. Cela au moment même où la mondialisation des opérations et l'apparition de nouvelles techniques exigeaient d'elles un important effort de modernisation.

Les banques ont réagi en cherchant à la fois à diversifier leurs activités, à réduire leurs coûts et à limiter leurs risques.

SANS NÉGLIGER LEURS ACTIVITÉS TRADITIONNELLES DE CRÉDIT, NOTAMMENT AUX PARTICULIERS — SECTEUR OÙ S'AVIVE AU CONTRAIRE LA CONCURRENCE AVEC LES RÉSEAUX SPÉCIALISÉS (BUILDING SOCIETIES AU ROYAUME-UNI, RÉSEAUX MUTUALISTES EN FRANCE) — LES BANQUES COMMERCIALES ONT DIVERSIFIÉ LEURS ACTIVITÉS PRINCIPALEMENT DANS DEUX DIRECTIONS

D'abord, en développant leurs activités de marché au service de leur clientèle d'entreprises. Au-delà de la direction, de la garantie et du placement des titres émis par les entreprises ou les Etats, elles contribuent de plus en plus à assurer la liquidité des marchés secondaires de ces titres. Dans tous les pays où régnait une stricte spécialisation financière, notamment aux U.S.A. et au Royaume-Uni, les banques commerciales sont entrées en concurrence sur ces marchés, ou ont cherché des regroupements, avec les banques d'investissement, courtiers et maisons de titres. Non sans bénéficier des atouts que leur confère leur implantation mondiale et la disposition de larges réseaux de placement.

Ce mouvement, qui s'accélère encore avec la déréglementation en cours sur la place de Londres, brouille quelque peu les frontières entre les professions. Il se traduit aussi par une augmentation de la part des titres dans les actifs des banques, ce qui montre que le développement des marchés n'est qu'un indicateur très imparfait de la désintermédiation.

Parallèlement, les banques développent leurs activités de gestion de portefeuilles individuels ou collectifs et leur offre de produits d'épargne, notamment en vue de la retraite. Dans ces domaines, elles sont plus en plus en concurrence avec les courtiers et, en ce qui concerne la vente, avec la grande distribution. En matière d'épargne retraite, elles entrent également en concurrence avec les compagnies d'assurances qui ont, elles-mêmes, offert, à côté de leurs contrats d'assurance vie traditionnels, des instruments financiers de capitalisation tout à fait comparables à ceux que peuvent offrir les banques à travers certains fonds communs de placement.

L'intérêt commun manifesté par les différents intermédiaires pour ce marché des instruments de placement destinés aux particuliers est, là aussi, à l'origine de regroupements ou rapprochements, notamment entre banques et compagnies

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

d'assurances, les premières cherchant à s'assurer le service de producteurs, et les secondes cherchant à bénéficier des avantages d'un large réseau de distribution.

On peut se demander si cette diversification des activités et les regroupements qu'elle suscite entre intermédiaires conduiront ou non à une concentration des activités financières entre les mains de quelques méga entreprises capables de couvrir le spectre complet de ces activités. La réponse à cette question n'est pas tout à fait évidente.

En un sens, la diversification de l'activité des intermédiaires financiers répond aux besoins de clients qui demandent de plus en plus des gammes complètes d'instruments de placement et de financement, en même temps qu'une gestion, pour leur compte, des risques de taux et de change. Elles procurent aussi aux banques, sous forme de commissions, des recettes qui prennent utilement le relais des marges retirées de l'activité de crédit, jusqu'à représenter aujourd'hui dans la plupart des pays plus du tiers du total des recettes bancaires. Tout cela plaide en faveur d'une assez forte concentration des activités financières.

En sens inverse, on peut faire valoir que dans le secteur financier plus encore que dans d'autres, une concentration excessive est à l'origine de difficultés de commandement et rend presque ingérables les conflits d'intérêts inhérents à l'exercice de capacités multiples. On peut aussi souligner que la diversification des activités ne fait pas disparaître, bien au contraire, la spécificité des métiers et la nécessité pour les exercer, de structures spécialisées. C'est pourquoi, tout en poussant indiscutablement à la constitution de grandes entités financières polyvalentes, elles laissent, à notre avis, toutes leurs chances, dans de nombreux domaines, à des établissements de moindre dimension.

PARALLÈLEMENT À LA DIVERSIFICATION DE LEUR ACTIVITÉ, LES BANQUES S'EFFORCENT, PAR AILLEURS, DE RÉDUIRE LEURS COÛTS D'INTERMÉDIATION

19

Cette action passe à la fois par une réduction des coûts de gestion des moyens de paiement, que les réseaux bancaires sont les seuls intermédiaires financiers à supporter, et par une tarification plus exacte des services rendus, en ce domaine, à la clientèle.

Les nouvelles technologies ont, là aussi, permis des progrès sensibles dans deux domaines : celui des systèmes automatisés de compensation, et celui des moyens de règlement (cartes de crédit, distributeurs automatiques de billets, guichets automatiques de banque).

Mais, la technologie apparaît, de plus en plus, comme un argument concurrentiel dans la politique commerciale agressive que mènent les différents réseaux. La banque à domicile, les terminaux points de vente ou la carte multi services peuvent certes être à l'origine de réductions des coûts. Mais, ils sont surtout utilisés, comme des moyens d'améliorer les prestations offertes et de gagner des parts de marché, au même titre que les nouveaux produits d'épargne ou que les services boursiers.

Il est donc fort à craindre que l'âpreté de la concurrence interdise de tarifier plus exactement les services rendus, en ce domaine, à la clientèle, ce qui serait pourtant indispensable pour alléger le coût d'intermédiation supporté par les emprunteurs. L'exemple du retour des banques britanniques à la gratuité des comptes chèques est à cet égard inquiétant.

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

ENFIN, LES BANQUES SE SONT EFFORCÉES DE LIMITER LES RISQUES INHÉRENTS À LEUR ACTIVITÉ

Le risque de transformation a été réduit par le recours aux prêts à taux variables et par la consolidation du passif. Ainsi, dans la plupart des pays, les banques sont devenues les plus gros émetteurs d'obligations après l'Etat. Il convient toutefois de noter que cette évolution a généralement été favorisée par la réglementation des réserves obligatoires en Allemagne et de l'encadrement du crédit en France.

Quant au risque de marché, il a été couvert par appel aux nouveaux instruments de couverture et d'arbitrage (swaps, options, futures) dont les banques ont été les premières utilisatrices.

Enfin, le risque de crédit lui-même a été limité par la « mobiliérisation » c'est-à-dire par la transformation de crédit en titres négociables. Il est paradoxal, mais non surprenant, de constater que ce mouvement, qui participe de la désintermédiation bancaire, a été au moins partiellement voulu par les banques : il leur permet en effet d'améliorer leur liquidité et d'être moins directement impliquées en cas de défaillance de débiteurs.

On peut toutefois s'interroger sur la solidité de cette protection : d'une part, le marché a naturellement tendance à sélectionner les meilleurs débiteurs ce qui peut concentrer les plus mauvais risques sur les banques, d'autre part, le rôle d'intermédiaire financier des banques subsiste dans le montage et le placement des titres, mais aussi dans les garanties qu'elles sont, de plus en plus, amenées à donner aux entreprises. Or, ces garanties ont toute chance d'être amenées à jouer au moment où se présentent des difficultés et où le marché se trouve défaillant.

D'une manière plus générale, le risque que les banques ont cherché à éliminer se trouve simplement déplacé de leur bilan vers leur « hors bilan ». En l'état actuel de la comptabilité bancaire, ce gonflement rapide des engagements hors bilan contribue à affaiblir la transparence et la lisibilité des bilans et à rendre plus difficile l'appréciation exacte du risque global supporté par les banques.

20

L'ATTITUDE DES AUTORITÉS PUBLIQUES

Face à ces mutations des systèmes financiers, les autorités publiques des différents pays se trouvent prises dans une dialectique de déréglementation — ré-réglementation, plus subtile que ne le donnerait à penser le libéralisme dominant.

LA TENDANCE QUI L'EMPORTE ENCORE AUJOURD'HUI EST À LA DÉRÉGLEMENTATION. C'EST UN FACTEUR DE MUTATION IMPORTANT, MAIS NON TOTALEMENT AUTONOME. LES AUTORITÉS ONT, EN EFFET, ÉTÉ EN PARTIE OBLIGÉES DE DÉRÉGLEMENTER POUR ATTEINDRE TROIS OBJECTIFS

D'abord, pour assurer l'égalité des conditions de concurrence entre intermédiaires financiers :

— Egalité entre banques et non banques dans la collecte de l'épargne : cet impératif a conduit, par exemple, à assouplir la réglementation Q des intérêts créditeurs aux

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

Etats-Unis, afin de permettre aux banques et Caisses d'épargne de résister à la concurrence des money market funds proposés par les courtiers.

— Egalité aussi dans les possibilités d'accès au marché : dans les pays où la régulation des marchés secondaires était réservée à certains professionnels (jobbers au Royaume-Uni), le souci d'améliorer la liquidité du marché a conduit à l'ouvrir à d'autres intervenants (« dual capacity » dont l'introduction à Londres est un élément important du « big bang » ; régime de la contrepartie en France).

Les autorités ont également été conduites à déréglementer pour faire baisser le coût de l'intermédiation financière au profit des émetteurs ou des investisseurs. Tel est le sens de l'abolition des courtages minimum intervenue aux Etats-Unis dans les années 1970 et qui constitue le deuxième élément du big bang londonien. Tel est également le but des mesures de libre négociation des commissions de placement des émissions et des courtages, pour les transactions importantes, prises en France en 1985.

Ces mesures permettent de maintenir — ou de renforcer — la compétitivité des places financières nationales par rapport aux euro-marchés ou aux marchés domestiques étrangers et donc d'éviter un détournement des transactions. Cela constitue, en soi, un troisième objectif de la déréglementation. Cet objectif a inspiré les suppressions de retenue à la source sur les obligations domestiques détenues par des non résidents décidées successivement par les Etats-Unis, l'Allemagne et la France. Il a également été à l'origine de la décision prise par les autorités allemandes d'autoriser les taux flottants et les zéros coupons.

Dans tous les cas, cette déréglementation a eu pour effet d'aviver la concurrence, mais aussi parfois de ramener les marges à un niveau peu compatible avec le risque pris par les intermédiaires, ce qui crée un problème.

21

PARALLÈLEMENT À CE MOUVEMENT DE DÉRÉGLEMENTATION — QUI N'EST D'AILLEURS PAS ACHEVÉ — LES AUTORITÉS PUBLIQUES SONT, DE PLUS EN PLUS, AMENÉES À SE POSER LE PROBLÈME DE LA RE-RÉGLEMENTATION—, OU PLUTÔT DE LA DÉFINITION DE NOUVELLES RÈGLES DU JEU MIEUX ADAPTÉES À LA SITUATION NOUVELLE. CELA POUR DEUX SÉRIES DE RAISONS

— D'abord *pour retrouver une maîtrise de la politique monétaire* qui tend quelque peu à leur échapper.

Beaucoup des innovations introduites dans nos systèmes financiers perturbent la conduite classique de la politique monétaire. En affaiblissant la distinction entre monnaie et actifs financiers et en déstabilisant la vitesse de circulation de la monnaie, les nouveaux instruments d'épargne et de placement à court terme brouillent les agrégats monétaires généralement retenus comme objectifs ou indicateurs de cette politique. La substitution au crédit bancaire de titres négociables de créances à court terme remet en cause l'efficacité des techniques d'encadrement du crédit, abandonnées dès 1983 en Italie et en voie de l'être en France. Enfin, la gamme très étendue d'instruments dont disposent les banques pour gérer leur trésorerie risque de compromettre l'action sur et par la monnaie banque centrale.

C'est pourquoi, dans tous les pays, la politique monétaire s'oriente vers une action sur les taux d'intérêt par l'open market. Cette action est facilitée par le

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

décloisonnement des marchés qui favorise la transmission des impulsions données par l'autorité monétaire sur les compartiments courts du marché. Mais son efficacité peut aussi être contrariée par le développement des taux variables et des autres instruments de couverture contre les risques de taux qui peuvent rendre les agents économiques moins sensibles, pour un temps au moins, aux variations de taux d'intérêt.

C'est pourquoi se répand le sentiment que la politique monétaire doit être complétée par d'autres instruments, notamment des exigences de couverture des risques pris, en et hors bilan, par des fonds propres suffisants. Compte tenu des difficultés croissantes que rencontrent les autres techniques, cette utilisation des ratios des fonds propres pourrait dans l'avenir constituer l'un des moyens les plus efficaces de contrôle monétaire. Il faut, sans doute, voir là une des raisons pour lesquelles les banques centrales incitent, un peu partout, les banques à renforcer leurs fonds propres en émettant des actions ou des obligations subordonnées.

— L'autre raison tient à la nécessité d'*assurer la protection des épargnants et la sécurité du système financier*, nécessité qui constitue le deuxième motif de la « réglementation ».

On peut, en effet, craindre que, malgré le foisonnement des nouvelles techniques, et peut-être même à cause d'elles, cette protection et cette sécurité soient aujourd'hui moins bien assurées qu'elles ne l'étaient jadis, par l'intermédiation bancaire classique.

D'abord parce que les techniques de couverture contre les risques (notamment futures et options) sont aussi des instruments de spéculation, à fort effet de levier, qui peuvent accroître la volatilité des marchés et à amplifier plutôt qu'amortir les effets d'un choc initial.

Ensuite, parce que, le risque financier étant en réalité inéliminable, les mutations récentes des systèmes financiers n'ont fait que le redistribuer, dans des conditions qui ne sont pas parfaitement maîtrisées. Ainsi :

- Les taux variables reportent le risque de taux sur des emprunteurs qui peuvent devenir insolvables en cas de forte remontée des taux : pays en voie de développement hier ; emprunteurs immobiliers demain ?

- La « sécurisation » des dettes et des créances reporte le risque de signature sur l'épargnant ou l'investisseur final qui ne sont pas toujours suffisamment informés.

- Elle ne fait cependant pas disparaître totalement le risque bancaire qui subsiste sous une forme potentielle (engagements hors bilan) ou virtuelle (garantie des intermédiaires tacitement attendue par la clientèle des épargnants).

Face à ces risques, les autorités publiques sont déjà, et seront plus encore demain, conduites à définir, en liaison avec les professions, de nouvelles règles du jeu tendant à renforcer la sécurité du système. Cela dans deux domaines au moins :

- D'abord l'information exacte des investisseurs et des épargnants tant sur la qualité des produits proposés que sur celle des signatures : c'est un domaine dans lequel les autorités de surveillance des marchés et les agences de rating ont un rôle important à jouer.

- Ensuite l'adaptation des règles de surveillance et de contrôle prudentiel imposées aux intermédiaires. Dans ce domaine s'impose un gros effort de coordination entre les organismes, publics ou professionnels, de surveillance des différents marchés et des différentes professions, effort qui est entrepris ou envisagé à Londres et dans d'autres pays européens. S'imposera également, de plus en plus, la nécessité

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

d'obliger les différents intermédiaires — et pas seulement les banques — à respecter de stricts ratios de couverture, par des fonds propres, des risques pris, en ou hors bilan.

Mais, il est clair que, dans un contexte marqué par une concurrence de plus en plus vive entre les places financières nationales, de telles règles ne pourront être édictées, et permettre des progrès dans la voie de la sécurité, qu'au prix d'un minimum de concertation internationale.

C'est dans cette perspective que doit, à notre avis, être situé le projet européen d'achèvement du marché intérieur dans le domaine des services financiers et des mouvements de capitaux. Ce projet ne pourra être mené à bien, dans des conditions acceptables pour la communauté et ses Etats membres, que s'il assure un équilibre adéquat entre la libéralisation et la définition de règles du jeu communes.

Une plus grande libéralisation des prestations de services financiers et des mouvements de capitaux au sein de l'Europe est, sans doute, nécessaire pour réaliser les objectifs que la communauté s'est assignée : en particulier pour renforcer la compétitivité des entreprises européennes en améliorant les services qui leur sont rendus en matière de financement et d'assurances, pour favoriser une allocation optimale de l'épargne et pour constituer un pôle financier européen susceptible de faire contrepoids aux pôles japonais et américain. Elle est rendue, par ailleurs, inéluctable par l'internationalisation croissante des activités, opérations et institutions financières. Celles-ci doivent, sans doute, pouvoir s'appuyer sur un marché intérieur élargi pour renforcer leurs chances dans la compétition internationale. Ceci est particulièrement vrai des bourses de valeurs dont le décloisonnement contribuait à accroître la profondeur et la liquidité des marchés européens.

23

Mais cette libéralisation doit être progressive et équilibrée.

— Progressive car il convient d'adapter son rythme aux capacités d'absorption des systèmes financiers nationaux, déjà soumis à d'amples mutations et à une vive concurrence internationale : c'est un domaine dans lequel on ne peut courir le risque de déstabilisations brutales, risque accru par les nouvelles capacités d'arbitrage des agents.

— Equilibrée car, pour donner à chaque système les chances d'exploiter ses atouts qui se situent souvent dans des secteurs différents selon les pays, il faut conduire la libéralisation sur plusieurs fronts, parallèlement et non successivement. A cet égard, il convient de rappeler que l'intermédiation bancaire classique conserve son rôle et sa place dans le financement de l'économie : le balancier de l'histoire, aujourd'hui orienté dans le sens du développement des marchés, peut encore évoluer vers un autre point d'équilibre.

Mais surtout la libéralisation n'est pas envisageable sans la définition de règles du jeu communes tant en matière de protection de l'épargnant que, dans certains cas, en matière fiscale. Il serait à craindre, en effet, qu'une libéralisation sauvage conduise progressivement les Etats membres à aligner leurs réglementations en ces domaines par le bas, au détriment de la sécurité des investisseurs et en plaçant les Trésors nationaux dans des situations inextricables.

Il est capital, de ce point de vue, que la libre circulation des produits financiers soit accompagnée d'une harmonisation minimale des règles de surveillance et normes prudentielles applicables aux intermédiaires. A défaut, il serait impossible d'appliquer, sur la base de la reconnaissance mutuelle, le principe du « contrôle par le pays d'origine » souhaité par la commission. Il est non moins important de lier la

M U T A T I O N F I N A N C I È R E

libéralisation de certains services, comme ceux d'assurance dommages, à des dispositions tendant à réduire ou à neutraliser, au niveau des entreprises clientes, les distorsions de fiscalité indirecte existant entre les Etats membres.

Cette tâche demandera beaucoup d'efforts : elle amènera certains Etats à assouplir, d'autres à durcir les règles actuellement applicables dans tel ou tel domaine. Les mutations rapides auxquelles sont déjà soumis les systèmes financiers peuvent, à certains égards, faciliter ces adaptations des réglementations, à d'autres, les rendre plus difficiles. Mais le succès est à ce prix. L'Europe ne peut se permettre de sacrifier la protection des investisseurs et la sécurité des systèmes financiers à ce qui deviendrait alors un dogme de la libre concurrence sans contrainte ni contrôle.

Nous savons tous, depuis 1929, à quelles issues peuvent conduire, en particulier, des pyramides d'engagements, de crédits et de risques échafaudées sur des bases de fonds propres trop étroites. Si la communauté européenne est synonyme de progrès, ce ne peut être qu'en tirant les leçons de l'histoire, non en en répétant les erreurs. Ce ne peut être également qu'en recherchant entre les Etats membres le plus grand, et non le plus petit, dénominateur commun.

