

38 / 74

ppag____pin_nb

414 cm²Pas
de

Mutations & adaptations(1987)

LES SYSTEMES FINANCIERS NATIONAUX ET INTERNATIONAUX

MUTATIONS ET ADAPTATIONS



L'histoire financière des pays occidentaux s'accélère à un rythme tel que l'on parle de révolution financière tant les structures des marchés financiers ont été modifiées par une prolifération de nouveaux instruments et produits, des innovations et un développement si spectaculaire qu'il est même jugé excessif ainsi que la tendance à l'abolition des multiples frontières qui ont pendant longtemps séparé les divers institutions, produits et systèmes financiers. D'une façon plus concrète, on assiste à l'abandon des instruments à long terme et à taux fixe, pour des titres à plus court terme et à taux variable et plusieurs formes hybrides entre obligations et actions sont proposées.

La modification structurelle des marchés financiers implique deux conséquences fondamentales : d'une part, les innovations financières exercent une pression sur les structures de réglementation et entrent en conflit avec le cadre légal de l'activité financière d'où le phénomène de déréglementation, mais aussi de «re-réglementation», indispensable à la confiance des épargnants, d'autre part, elles sont à l'origine de la désintermédiation, c'est à dire du développement des transactions directes entre prêteurs et emprunteurs, processus déjà à l'œuvre depuis plusieurs années sur les marchés domestiques et qui est maintenant visible sur le marché international des capitaux. Il traduit un renouveau de la finance directe : l'accès au financement

se fait par le biais du marché des capitaux sans passer par la banque, ce qui, d'ailleurs, pose le problème de la modification du contenu des services rendus par celles-ci. Mais, puisque ce phénomène de désintermédiation s'accompagne d'une présence de plus en plus marquée des banques sur les marchés, on peut dire qu'il correspond à des formes de «réintermédiation» des financements nécessitant une adaptation de leur gestion, de leur fonctionnement et de leur organisation aux transformations en cours.

Ces phénomènes sont complexes et leur clarification suppose que l'on s'interroge en premier lieu sur les causes et les forces qui ont suscité cette mutation des marchés financiers.

LES FORCES DETERMINANTES DE LA REVOLUTION FINANCIERE

Les facteurs responsables de la prolifération des innovations financières sont liés aux modifications profondes du contexte économique et technologique : leur origine se trouve dans l'évolution du milieu économique ambiant, devenu plus concurrentiel. Le progrès technique, notamment en matière de communication et d'emploi de l'informatique, facilite la mise en place des innovations, mais il n'en est nullement la cause.

Au cours des 15 dernières années, l'économie internationale a été caractérisée par la montée des incertitudes. Pour les situer, il faut remonter à 1971, date de

Mutations & adaptations (suite)

la décision du gouvernement américain, avec R. Nixon, de rendre le dollar inconvertible en or, d'où la dénonciation de l'accord de Bretton Woods (1) déclenchant le flottement généralisé des monnaies et marquant le début de l'ère des taux de change instables. Puis, en 1979, on a assisté à une dérégulation des taux d'intérêt, contrôlés auparavant par le système fédéral de réserve (fed) (2). Après octobre 1979, le fed régule les quantités (réserves non empruntées des banques) et laisse s'ajuster les taux d'intérêts sur le marché monétaire. C'est donc l'instabilité des conditions financières due à la volatilité accrue des taux de change et des taux d'intérêt, avec, comme conséquence, l'incertitude qui pèse tant sur les coûts de production et la rentabilité des investissements que sur la valeur des patrimoines et des actifs financiers qui explique cette mutation. La montée des risques explique le succès impressionnant des marchés à termes d'instruments financiers (MATIF) (3), donnant accès à des contrats à terme relatif, à des actifs financiers (obligations, bons du trésor, etc). Ces marchés, comme l'ensemble des innovations financières introduites pour faire face à la montée des incertitudes, ne diminuent pas le volume global du risque, mais permettent seulement de le redistribuer. Cette gestion implique la nécessité, pour les détenteurs de capitaux d'accéder à tous les marchés financiers facilitant ainsi l'émergence d'un système financier intégré à l'échelle mondiale, grâce, notamment, au recours généralisé aux nouvelles techniques de communication et à l'informatique.

En effet, l'application de l'informatique et des télécommunications, aux transactions financières, a contribué à la mobilité internationale des capitaux et à l'instauration d'un véritable marché de caractère global, fonctionnant en continu autour de la planète. Les nouvelles technologies de l'informatique et de l'électronique bancaire, favorisent la circulation de l'information et accroissent les transactions. Les capitaux ont tendance à se déplacer dès qu'il existe des opportunités de profit sur d'autres places financières.

Sur le plan interne, hormis le développement de la monnaie électrique (matérialisée actuellement par l'usage des cartes de paiement), le développement de la télématique bancaire est très variable selon les pays et les effets peuvent être considérés aujourd'hui comme marginaux. Aux Etats-Unis et en Angleterre, la banque à domicile reste limitée. La France a une situation originale grâce aux minitels (300 000 clients bancaires en 1986). Le service est utilisé tant pour les

besoins professionnels que pour les besoins «grand public», les banques représentent 200 000 h sur 3 M, soit 6,6 % du temps consacré à la transmission de l'information par ligne téléphonique (4). Ce faible taux s'explique entre autres par les craintes à l'égard de la sécurité dans la protection de l'information. Cette limite est renforcée dès lors qu'il s'agit de la gestion d'un portefeuille, titres par télématique, encore plus confidentielle. C'est donc sur le marché international des capitaux que les progrès technologiques sont les plus déterminants, favorisant l'interconnexion des marchés de change et des bourses de valeurs. Ce processus d'intégration des places financières est une des caractéristiques majeures de la décennie 80 : il implique une dérégulation, c'est à dire que les réglementations des marchés financiers nationaux, ont tendance à être démantelées, réduisant ainsi les obstacles à la concurrence.

10 000 MILLIARDS DE DOLLARS PAR JOUR

La réforme mondiale a ses hauts et ses bas : actuellement elle s'apparente à une course d'obstacles tant la spirale des innovations et «la houle financière» paraît difficile à maîtriser. Les transactions quotidiennes sur le marché monétaire mondial approcheraient les 10 000 milliards de dollars, soit 12 fois le PNB de la France : mouvement si rapide et si complexe qu'il en devient incontrôlable. Le président de la Banque Stern (1) lance donc un cri d'alarme en parlant de séisme monétaire, d'autant que les cours sont actuellement instables et qu'il y a une prise de conscience nouvelle des risques. Le président de la Banque Stern souligne «l'extraordinaire distorsion entre les modes de fonctionnement et de régulation de l'économie monétaire d'une part, de l'économie réelle de l'autre. Le signe (l'argent) et la réalité (la marchandise, le produit), obéissent, dit-il, désormais à des lois différentes selon des échelles de temps qui ne correspondent plus et le fractionnement de l'espace en Etats-Nations conduit à des politiques économiques et commerciales divergentes». La solution ? Une plus grande convergence des politiques économiques, une réglementation, la constitution de fonds propres pour servir de garantie aux banques internationales et nationales.

Les déréglementations ont joué un rôle majeur en levant les contraintes qui pesaient sur le système financier, notamment au niveau des taux d'intérêt offerts.

INNOVATIONS ET DEREGLEMENTATIONS

Ainsi, aux USA, la réglementation «Q», interdisant la rémunération des dépôts à vue et plafonnant celle des dépôts à terme. La stricte obligation légale entre activité bancaire et opérations sur titre. Les réserves obligatoires élevées ou peu rémunérées. Le contrôle des changes et autres réglementations qui ont établi une séparation entre marchés financiers internationaux et internes. Les innovations financières ont pour objectif de contourner ces dispositions. Mais «le menu» d'actifs financiers varie d'un pays à l'autre, malgré l'ouverture des frontières et la prolifération des innovations.

Par exemple, en France, le marché monétaire change de nature avec de nouveaux instruments tels que les certificats de dépôts négociables qui permettent l'ouverture du marché interbancaire à de nouveaux prêteurs et les billets de trésorerie qui constituent une nouvelle possibilité pour les emprunteurs. Les premiers, introduits en mars 1985, sont des titres émis exclusivement par des établissements de crédits et représentent des créances nées de dépôts à court et moyen terme : ils peuvent être souscrits par l'ensemble des agents économiques. Quant aux billets de trésorerie, introduits en décembre 1985, ils officialisent les relations financières entre les entreprises qui s'étaient développées sous le nom de «face à face» durant les périodes de forte restriction du crédit dues à son encadrement. Ainsi, certaines entreprises industrielles et commerciales peuvent se financer à des conditions proches du taux du marché monétaire.

De plus, le décloisonnement du marché monétaire et son ouverture à l'ensemble des investisseurs a impliqué une modification des caractéristiques des bons du trésor et la création de bons émis par des institutions financières spécialisées et par les sociétés financières.

Par ailleurs, la panoplie des obligations actuellement proposées, témoigne d'une capacité innovatrice sans précédent. Les formules d'indexation comme les modalités de révision des taux sont diversifiées. Les innovations concernent également la durée et les procédures d'amortissement (emprunts à fenêtre, emprunts prorogables, obligations renouvelables du trésor, etc.). Afin de permettre une diversification des modalités de collecte des fonds propres (en particulier par les groupes

42 / 74

ppag____pin_nb

414 cm²Pas
de**Mutations & adaptations (suite)**

nationalisés), trois innovations ont fait leur apparition :

— Le certificat d'investissement privilégié qui résulte du démembrement d'une action en un certificat de droit de vote que se réserve l'Etat et un certificat d'investissement. Ainsi, droits pécuniaires et droits de vote sont dissociés et les entreprises publiques peuvent renforcer leurs fonds propres par appel à l'épargne publique, atténuant leur ponction sur le budget de l'Etat.

— Le titre participatif dont l'émission est réservée aux seules sociétés par actions, relevant du secteur public, aux sociétés anonymes et banques coopératives, aux mutualistes et aux établissements publics de l'Etat à caractère industriel et commercial. Ce titre remboursable seulement en cas de liquidation de la société, ou au gré de celle-ci, avec un délai d'au moins 7 ans, permet de recueillir auprès du public des capitaux assimilés à des fonds propres.

— Des actions d'accumulation permettant aux entreprises de renforcer leurs fonds ds propres en proposant aux actionnaires de leur verser des dividendes sous forme d'actions nouvelles.

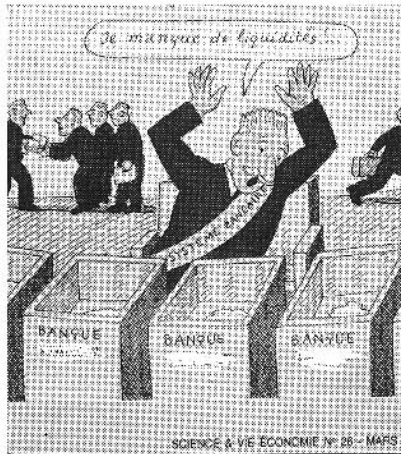
La diversification des actifs financiers n'est pas le seul changement qualificatif, une autre dimension concerne l'apparition de nouveaux acteurs d'impulsion; venus des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, essentiellement les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placement (FCP), qui sont une co-propriété de valeurs mobilières et de sommes placées à court terme ou à vue (juillet 1979). Les premières SICAV datant de 1964, mais il a fallu la loi Monory (juillet 78) pour les développer, grâce notamment aux avantages fiscaux. Tous ces changements aussi bien monétaires que financiers vont dans le sens de l'unification et de la plus grande liquidité des marchés de capitaux. Mais la déréglementation concerne d'autres domaines :

— La suppression progressive du contrôle des changes, qui a pour conséquence d'accroître la mobilité des capitaux entre la France et ses principaux partenaires ;

— La libéralisation des taux créditeurs sur les dépôts à terme, quel que soit leur montant, depuis mai 1986 ;

— la déréglementation d'un certain nombre de commissions et la promotion d'une plus grande vérité des prix dans les relations banques-clients (tarification des comptes et des chèques à compenser par une rémunération modique, explicite ou implicite des comptes à vue.

La déréglementation, composante de la



mutation financière, ne signifie pas la suppression des règlements, mais l'adaptation de la réglementation aux circonstances nouvelles et le déplacement de son champ d'application. Elle relève d'une dialectique dans laquelle actions et réactions se répondent, d'où une réglementation, puisque les autorités monétaires renforcent leur contrôle sur les institutions financières par la surveillance rigoureuse des ratios de liquidité et de solvabilité, le contrôle de la croissance des opérations hors bilan, les assurances de dépôt, etc... D'ailleurs, si on constate l'essor de la finance directe, sans passer par les banques, celles-ci sont de plus en plus présentes sur les marchés, ce qui correspond à une forme nouvelle de réintermédiation.

INNOVATION ET DESINTERMEDIATION

La désintermédiation désigne le développement des transactions directes entre prêteurs et emprunteurs et repose sur des instruments visant à contourner les banques. Ce phénomène de titrisation et de sécurisation traduit la tendance à effectuer de plus en plus d'opérations, sur le marché du crédit et sur le marché monétaire, par l'émission de titres, pour impartir aux contrôles une certaine mobilité et les rendre négociables. Traduisant l'essor de la finance directe, via les marchés de capitaux, la désintermédiation exprime le passage d'une économie d'endettement, dans laquelle les banques jouent le rôle principal, à une économie de marché et de placement de papiers courts renouvelables. Ce processus est à l'œuvre sur les marchés internes et internationaux.

Au plan interne, le développement spectaculaire des marchés financiers procède d'un vaste processus de réallocation d'actifs suscité par la désinflation que connaissent les économies occidentales

depuis le début des années 80. Durant les années 70, avec l'inflation, les épargnants ont préféré garantir le pouvoir d'achat de leurs capitaux en se portant acquéreurs de biens réels, immobiliers, ou terrains, et leurs investissements financiers se sont cantonnés aux instruments dont le rendement approchait le taux d'inflation tout en conservant leur caractère de liquidité immédiate (dépôts d'épargne, obligations, etc. Les entreprises, quant à elles, ont consacré une part importante de leurs efforts d'investissement à l'accumulation de stocks. Avec l'apparition de taux d'intérêts réels historiquement élevés et l'entrée en récession de l'économie mondiale, le coût du financement a rendu prohibitif l'acquisition de biens réels et les placements financiers devenaient de plus en plus attractifs. Aux USA, la création de «commercial papers» par les grandes sociétés industrielles et commerciales remonte aux années 50. Billets à ordre à court terme, vendus directement par les entreprises sur le marché monétaire, ils ont concilié liquidité et rentabilité et ont été plus attrayants que les dépôts bancaires (6). Ce sont donc les institutions non bancaires qui ont introduit cette concurrence redoutable pour les banques, en offrant aux détenteurs de ressources de nouveaux produits dont l'apport essentiel est de remettre en cause l'arbitrage traditionnellement imposé entre liquidité et rendement. Deuxième exemple significatif et américain, les Money Market Mutual Funds, fonds communs de placements spécialisés dans les titres de marché monétaire, parts de fonds communs vendues par les organismes financiers autorisés à opérer sur le marché monétaire, banques d'investissements et compagnies d'assurances. Avec un montant minimal faible de 500 à 1 000 dollars, ces placements sont accessibles aux petits épargnants et ils présentent une grande liquidité, étant cessibles sur le marché. De plus, l'investisseur a la possibilité de tirer des chèques sur ces fonds communs.

Ainsi, à l'encontre de la réglementation «Q», des encaisses pouvant servir de moyens de paiement se voient rémunérées. D'où la banalisation des professions financières, puisque les plus grandes firmes ont les moyens de recueillir directement l'épargne individuelle et capitaux collectifs. D'où aussi l'éclatement des frontières entre les banques d'investissements, les banques de dépôt et les compagnies d'assurances et autres institutions.

Sur le plan international, après le développement du prêt bancaire international dans les années 70 (euro crédit syndiqués), et avec l'endettement du tiers Monde surtout depuis 1982, on est entré

45 / 74

1,3p_l__pin_nb

238 cm²Pas
de**Mutations & adaptations (suite)**

dans une phase où les opérations de prêts se développent par émissions de titres, selon des formules très diversifiées, alors que les financements par crédits bancaires se contractent. Toujours le phénomène de titrisation. On peut citer les facilités d'émissions d'effets NIF avec des variantes comme les prises fermes renouvelables (RUF) (7). Il s'agit de facilités cautionnées, les banques s'engagent à fournir des financements de substitution à un emprunteur, au cas où celui-ci ne pourrait se procurer la totalité des fonds qu'il recherche, en émettant des titres sur les euro marchés. Ainsi, la désintermédiation aujourd'hui passe par l'usage de techniques qui gonflent les hors bilan des banques. L'aspect nouveau de la désintermédiation, qui exclut tout retour au passé sur le financement obligataire, est particulièrement net en ce qui concerne le rôle des banques : autrefois cantonnées dans le courtage entre prêteurs et emprunteurs, elles garantissent aujourd'hui des émissions (8) et engagent leurs responsabilités. De plus, elles sont devenues d'importants acheteurs sur le marché des titres, ce qui leur permet de

concilier rendement, liquidité et négociabilité de leur portefeuille.

On peut donc dire que la libéralisation financière, avec ses rythmes et ses modalités variables suivant les marchés nationaux et internationaux, a favorisé l'innovation financière, le décloisonnement des différents marchés, la déréglementation, la désintermédiation et la despécialisation. Elle a défait ce qui avait été fait.

Nezha LAHRICHI

(1) L'accord de Bretton Woods a créé le FMI et a posé les jalons du système monétaire international né en 1944. La règle en était la fixité des changes qui implique une double définition de chaque monnaie en or et en dollars. Cette fonction d'unité de compte du dollar qui le transformait en monnaie internationale de paiement nécessitait sa convertibilité en or. La décision de Nixon de rendre la monnaie américaine inconvertible a donc sapé un des fondements majeurs du système et le refus des pays industrialisés de ne plus soutenir le dollar devenu inconvertible en or a entraîné le flottement généralisé des monnaies et la fin de l'ère des taux des changes fixes.

(2) Le FED est chargé de l'élaboration et de

la mise en œuvre de la politique monétaire. Il est aussi responsable du contrôle des banques d'Etat adhérentes et de l'ensemble des banques nationales.

(3) Créé depuis plus de 10 ans à Chicago et depuis février 1986 en France, le MATIF applique à des titres financiers les techniques du négoce à terme des matières premières. L'objectif est de permettre aux agents économiques ne désirant pas assumer un risque de variation de prix ou de taux sur un produit donné de le transférer à d'autres agents acceptant ce risque.

(4) Alain Teston «les nouveaux marchés financiers face aux besoins de formation et d'information» Communication présentée au congrès international des économistes de langue française-Fribourg, Suisse, juin 1987.

(5) La plupart des PME sont tenus à l'écart des billets de trésorerie par l'existence d'un seuil de 5 MF, montant unitaire minimum de chaque billet. C'est d'ailleurs le cas pour tous les nouveaux actifs du marché monétaire.

(6) Les billets de trésorerie introduits en France en 1985 sont calqués sur le papier commercial américain.

(7) Récent innovations in international banking. BIR avril 1986. Nif = Notes insuances facilités.

(8) Dans les NIF les banques s'engagent à fournir des financements de substitution en émettant des titres sur les euro marchés.