Les Echos
Le Quotidien de l'Economie

AVEC LE CONCOURS DE
ERNST & YOUNG

AMERICAN EXPRESS Corporate Services

l'Art de 10 la Finance

EN ASSOCIATION AVEC

GROUPE HEC

London Business School

Wharton
The Wharton School
University of Pennsylvania

The University of Chicago Graduate School of Business

EN COLLABORATION AVEC LE
FINANCIAL TIMES

DOSSIER SPÉCIAL CHAQUE VENDREDI PENDANT 12 SEMAINES

10

La banque est morte, vive la banque !
Par Raghuram Rajan, université de Chicago
Pages II à V

Stratégies de développement des banques françaises
Par Bernard Marois, Groupe HEC
Les banques doivent faire face à de nombreux défis amplifiés par l'arrivée de l'euro et la mise en place prochaine d'un marché unique des services bancaires.
Pages V et VI

Suffit-il de se laisser porter par la conjoncture ?
Par Franklin Allen et John Percival, Wharton School
Une entreprise qui souhaite assurer sa rentabilité durablement ne peut se contenter de se laisser porter par la conjoncture mais doit créer de la valeur pour ses actionnaires. Et donc intégrer étroitement, par une politque volontariste, stratégie et finance.
Pages VII et VIII

Prévoir l'évolution des taux courts
Par Walter Torous, London Business School
Prédire l'évolution des taux courts constitue un exercice difficile. Leur variation tend à se rapprocher de la moyenne, mais cette dernière fluctue et les taux sont volatils. L'effet Fischer ne semble se vérifier que sur le long terme.
Pages IX et X

Marchés des capitaux : leçons d'accidents spectaculaires
Par Bernard Nivollet, Ernst & Young
Les accidents qui se produisent sur les marchés des capitaux résultent souvent de la matérialisation de risques opérationnels. Analyse et leçons.
Page XI

Les Echos

Directeur général, directeur des publications : Olivier **FLEUROT**
Directeur général adjoint : David **GUIRAUD**
Directeur de la rédaction, rédacteur en chef : Nicolas **BEYTOUT**

L'Art de la Finance

Rédacteur en chef adjoint : Michel **DABAJI**
Coordination et secrétariat de rédaction : Stéphanie **MEUNIER**
Valérie **MAILLARD**

Pour recevoir les cahiers de l'Art de la Finance, reportez-vous à la page VIII

La banque est morte ! Vive la banque !

De nouvelles activités s'ouvrent aujourd'hui au secteur bancaire qui doit cependant se méfier des dangers d'une trop grande diversification.

RAGHURAM RAJAN

Selon de nombreux observateurs, les banques de dépôts − c'est-à-dire les institutions financières qui collectent des dépôts à vue et octroient des prêts − ne remplissent plus leur fonction et sont en voie de disparition. Aux Etats-Unis, la part des banques de dépôts dans le total de bilan des institutions financières a ainsi chuté de façon spectaculaire, passant de plus de 70 % environ au début du XXe siècle, à tout juste 30 % aujourd'hui (voir figure 1). La part des banques dans le financement de la dette des entreprises américaines est tombée de 19,6 % en 1979, à 14,5 % en 1994.

Qu'il s'agisse de l'actif ou du passif du bilan des banques, la concurrence s'est intensifiée. Du côté de l'actif, le développement des billets de trésorerie et des junk bonds (« obligations à haut rendement ») permet aux grandes entreprises de se financer sans recourir aux prêts bancaires. Du côté du passif, les nouvelles technologies et la déréglementation donnent désormais le choix à la clientèle, qui n'est plus obligée d'effectuer des dépôts auprès de l'agence locale d'une banque ou des paiements via un compte courant. En effet, aux Etats-Unis, les Mutual Funds offrent quasiment les mêmes services sur simple appel téléphonique.

L'intensification de la concurrence a provoqué une formidable vague de concentration du secteur bancaire, ce qui est souvent, mais pas toujours, le signe de surcapacités. Aux Etats-Unis, la part des dépôts bancaires détenus par les « grandes banques » (c'est-à-dire les banques dont le total de bilan dépasse 100 milliards en dollars de 1994) est passée de 9 % en 1979 à 19 % en 1994. Sur la même période, la proportion des dépôts bancaires détenus par les petites banques (celles dont les bilans sont inférieurs à 100 millions en dollars de 1994) est tombée de 14 % à 7 %. Au vu de cette évolution, on peut donc légitimement se poser la question : les banques de dépôts vivent-elles leurs dernières heures ?

Mon point de vue est le suivant : la banque commerciale traditionnelle, offrant crédits et dépôts à vue, est effectivement en train de disparaître. En revanche, si l'activité bancaire est définie de façon plus large, non pas en termes d'offre-produits, mais en termes de fonctions, on peut considérer qu'elles continuent de prospérer.

La déréglementation et les mutations technologiques ont contraint les banques à repenser la manière dont elles remplissent leurs fonctions. Mais ces fonctions en elles-mêmes demeurent importantes et il est trop tôt pour annoncer le chant du cygne. Nous pourrions d'ailleurs assister à l'émergence d'un nouveau type de banque.

Fonctions traditionnelles

Les banques de dépôts proposent traditionnellement à la clientèle des prêts à court terme (lignes de crédit ou possibilités de découvert). Elles offrent aux déposants la possibilité de retirer ou de déposer des fonds sur un compte rémunéré à taux fixe, quelle que soit l'évolution des marchés de l'argent.

Pour quelle raison crédits et dépôts à vue ont-ils été proposés par le même type d'établissement ? La réponse est simple : si l'on met de côté la dénomination des deux produits, on constate qu'ils partagent une fonction essentielle : la mise à disposition garantie d'argent à très court terme.

Les banques peuvent réaliser des économies d'échelle en mobilisant un seul et même type de liquidités et en sollicitant les mêmes circuits institutionnels (lignes de crédit auprès de la banque centrale et d'autres banques), afin de satisfaire les demandes imprévues des emprunteurs comme des déposants. Ces demandes peuvent d'ailleurs se compenser (les banques peuvent jouer sur les différences temporelles entre les dépôts effectués et l'utilisation des lignes de crédit par les emprunteurs), ce qui diminue l'importance des fonds que les banques doivent détenir en réserve.

Outre l'accès des banques aux liquidités, crédits et dépôts à vue partagent d'autres points communs. Les clients ne sont prêts à payer pour la mise à disposition garantie de fonds que s'ils sont assurés que cette garantie s'exercera correctement. La réputation de fiabilité des banques de dépôts est un élément aussi important pour les déposants que pour les emprunteurs.

Par ailleurs, il existe des synergies entre produits. La banque doit se tenir à tout moment au courant de la santé financière des emprunteurs. De ce point de vue, crédits et comptes de dépôts se complètent : tout responsable des crédits qui se respecte surveille les mouvements des comptes des clients importants, afin de détecter éventuellement tout signe avant-coureur de difficultés de paiement. En outre, les particuliers constituent eux-mêmes leurs « antécédents bancaires » en procédant à des dépôts réguliers. La multiplicité des produits aide donc la banque à collecter les informations voulues sur sa clientèle et à la fidéliser.

Les pouvoirs publics ont, bien entendu, apporté leur aide aux banques de dépôts. Ils les ont par exemple aidées à se protéger de la concurrence en matière de collecte des dépôts et leur ont offert un accès privilégié au système de paiements.

Les pouvoirs publics ont également fourni des garanties implicites ou explicites aux banques qui, à leur tour, ont été en mesure d'offrir à leur clientèle des garanties bien plus solides que celles de leurs concurrents. Dans les pays où la Bourse ne constitue pas un véhicule d'investissement fiable, les banques ont été l'instrument principal permettant aux particuliers d'investir en toute sécurité. Le revers de la médaille, dans certains pays, est que les banques sont les « pantins » dans les mains des pouvoirs publics qui leur dictent la politique d'octroi de prêts à observer.

La nouvelle donne

Quelles sont les raisons de cette nouvelle donne ? En premier lieu, la révolution informatique. La création de bases de données et d'organismes générateurs d'informations, telles les agences de notation et les agences de presse, a réduit l'avantage dont bénéficiaient les banques du temps où elles étaient mieux informées que quiconque sur leur clientèle.

Les entreprises sont devenues suffisamment bien connues et analysées, pour se permettre de faire directement appel aux marchés financiers. L'accélération du traitement des données a permis d'accroître la liquidité des marchés eux-mêmes, et les sociétés ont donc pu y lever d'importants capitaux. Cette révolution a également touché la clientèle des particuliers. Ceux-ci peuvent désormais facilement communiquer leurs antécédents bancaires à tout prêteur potentiel et les guichets automatiques ont affranchi le client des contraintes physiques qui le liaient à son agence bancaire.

La révolution informatique a donné à la clientèle des banques traditionnelles le choix du prestataire de services. Toutefois, dans de nombreux pays, une réglementation archaïque protégeait encore les monopoles bancaires. Face à cela, certains gros clients (et prestataires de services) ont tout simplement contourné la réglementation qui a finalement dû être abrogée.

Jusqu'au début des années 80 par exemple, les sociétés japonaises se voyaient sévèrement restreindre l'accès au marché obligataire intérieur. Les grandes entreprises nippones se sont donc tournées vers les marchés euro-obligataires. Confrontées au risque de voir leurs meilleurs clients solliciter leurs concurrents étrangers, les banques japonaises ont cédé et le marché obligataire domestique a été libéralisé.

Les banques elles-mêmes n'étaient pas d'accord entre elles au sujet du démantèlement de leurs monopoles. Les plus tournées vers l'avenir voyaient dans cette déréglementation davantage de promesses

Raghuram Rajan

Raghuram Rajan est professeur de finance à la Business School de l'université de Chicago. Ses recherches portent sur la finance institutionnelle ainsi que sur l'intermédiation et la réglementation financières.

© Pascal Sitter/REA

Comme les banques ne jouissent plus d'un avantage très net sur le créneau de la clientèle haut de gamme, elles se sont tournées vers les étages inférieurs du marché, en direction d'une clientèle d'emprunteurs pour laquelle un effort d'information important doit être accompli.

que de menaces. Les uns après les autres, les secteurs bancaires de différents pays ont été déréglementés.

Cette déréglementation a eu immédiatement deux conséquences négatives :

● La révolution informatique ayant exacerbé la concurrence, la déréglementation a fait disparaître de nombreuses rentes de situation qui permettaient habituellement aux banques d'avoir un bilan confortable. Jusque-là, le secteur bancaire était l'un des plus solides du fait de l'incroyable assise de ses fonds de commerce. Or les bilans des banques sont devenus généralement beaucoup plus vulnérables que ceux de leurs meilleurs clients.

● La déréglementation a également eu une conséquence plus abstraite, mais peut-être tout aussi importante. Les banques pouvaient désormais s'aventurer dans de nouveaux domaines d'activité en quête de nouvelles ouvertures, ce qui a eu pour effet d'accroître l'incertitude sur le contenu de leurs bilans. De nombreux observateurs ont été surpris lorsqu'en 1984 la Continental Illinois a été mise en difficulté à la suite du rachat, auprès d'une petite banque d'Oklahoma City, de milliards de dollars de prêts consentis au secteur de l'énergie.

Le coût des ressources pour les banques s'est donc substantiellement accru sous l'effet conjugué de la perte de leur monopole et des rentes de situation, et de l'opacité croissante de leurs bilans.

Le secteur bancaire dans son ensemble a réagi en cherchant à identifier ses avantages concurrentiels.

La garantie de mise à disposition de fonds à très court terme comporte trois aspects : l'évaluation de crédit, la fourniture de la garantie et la mise à disposition des fonds.

Etant donné que les banques ne jouissent plus d'un avantage très net sur le créneau de clientèle haut de gamme dont la solvabilité est bien connue, elles se sont tournées vers les étages inférieurs du marché, en direction d'une clientèle d'emprunteurs pour laquelle un effort d'information important doit être accompli (les entreprises moyennes par exemple).

Les banques se sont également rendu compte que fournir une garantie n'implique pas nécessairement de mettre des fonds à disposition. Bien souvent, ces fonds n'ont pas besoin d'être versés ou peuvent facilement être mobilisés autrement qu'auprès des banques. Il suffit que, le cas échéant, la banque soit en mesure de produire rapidement les fonds. Les banques peuvent donc mettre à profit l'avantage que leur confère la taille de leurs bilans, pour accorder des garanties hors-bilan.

Enfin, au lieu d'immobiliser leurs précieuses ressources dans l'octroi de concours à long terme improductifs, les banques se sont aperçues que, pour accorder une garantie, il leur suffisait de trouver des prêts-relais − entre le moment où l'emprunteur demande la mise à disposition des fonds et celui où le prêt est cédé ou titrisé auprès d'autres établissements de crédit ayant accès à des ressources moins chères.

C'est sur le marché des billets de trésorerie aux Etats-Unis que ce glissement vers les activités de garantie se manifeste le plus clairement. En 1972, ce marché représentait 23 % du volume des concours bancaires au commerce et à l'industrie. Ce chiffre était passé à 92 % en 1993. Les banques semblent perdre des opportunités dans les prêts à court terme, au bénéfice des billets de trésorerie.

Si l'on y regarde de plus près, on s'aperçoit que les billets de trésorerie émis par une société sont généralement adossés à une ligne de crédit accordée par une banque. Si la société rencontre des difficultés à renégocier l'émission, la ligne de crédit peut alors être mobilisée.

Au lieu de financer directement l'entreprise, les banques laissent ce soin aux souscripteurs de billets de trésorerie, sauf en cas de nécessité extrême, où la garantie de la banque intervient. La banque n'en continue pas moins de percevoir des commissions de garantie pour l'émission, qui, de l'avis de certains, ne sont guère moins élevées que les marges dégagées par les banques sur l'octroi des prêts proprement dits.

On trouve un exemple de ce recentrage des activités des banques de dépôts chez Drexel Burnham Lambert, l'ancien « épouvantail » de Wall Street. Lorsque Drexel a déposé son bilan en 1990, le cours des actions des grandes banques de dépôts a fait un bond de 7 %. En revanche, les cours des actions des banques d'affaires de taille comparable n'ont progressé que de 1,6 %. Drexel était donc manifestement davantage un concurrent pour les banques de dépôts que pour les banques d'affaires. Que s'était-il donc passé ?

Michael Milken, employé de Drexel Burnham Lambert, avait constitué un réseau d'acheteurs de junk bonds qui acceptaient de participer quasiment à toutes les opérations qu'il « parrainait ». En échange, il exerçait un contrôle sur l'émetteur pour s'assurer que les investisseurs n'y perdraient pas. Mieux encore, si une émission de junk bonds sous-performait, il s'engageait auprès des investisseurs à compenser ce manque à gagner lors d'opérations ultérieures.

Sa capacité à placer les titres étant assurée, il pouvait donc garantir aux emprunteurs-émetteurs un financement à très court terme − exactement de la même façon que les banques. En fait, toute assurance écrite de Drexel, indiquant au conseil d'administration d'une société faisant l'objet d'une OPA inamicale que la banque serait « très probablement » en mesure de lever les fonds nécessaires pour y faire face, équivalait quasiment à un accord de prêt, pour des montants cependant très importants. Il n'est donc pas surprenant que les actionnaires des banques de dépôts se soient réjouis de la déconfiture de Drexel.

On trouvera aux figures 2 et 3 d'autres exemples de cette réorientation des activités. Dans les banques américaines, le produit bancaire hors intérêts a régulièrement augmenté, passant entre 1980 et 1994 de 11 % à plus de 25 % du produit bancaire global. Après capitalisation et agrégation à l'actif (voir figure 3), la proportion des actifs bancaires dans l'actif de l'ensemble des institutions financières est demeurée stable, alors même que les actifs financiers augmentent en pourcentage du produit intérieur brut.

Les informations faisant état de faillites de banques de dépôts aux Etats-Unis sont très exagérées.

L'activité banque d'affaires

Dans la mesure où les produits offerts par les banques ressortent de plus en plus du hors-bilan, il est logique de ne pas les classer selon la distinction actif/passif mais de les classer en fonction de la clientèle visée. Du côté banque d'affaires, où la clientèle est celle des entreprises, les grandes banques n'ont plus l'avantage de disposer d'informations meilleures que les autres prestataires de services financiers, sur leurs plus grands clients.

Or, de ce point de vue également, les banques apportent de la valeur, notamment lorsqu'elles entretiennent des relations suivies avec leur clientèle. Si les renseignements sur la solvabilité sont largement connus, la connaissance des préférences des dirigeants d'entreprises clientes et la confiance réciproque sont des avantages beaucoup moins partagés.

Les banques ne sont pas limitées dans leurs activités à la simple mise à disposition de fonds, ou même à l'octroi de garanties. Elles fournissent aussi des réponses sur mesure à des questions stratégiques, grâce notamment à leur capacité à mobiliser les ressources de leur bilan. C'est sur ce point qu'il devient très avantageux de bien connaître ses clients et d'avoir su nouer des relations de confiance avec eux, car la banque est en mesure d'aller plus loin pour trouver des solutions novatrices et individualisées aux problèmes de cette clientèle, en recourant aux toutes dernières techniques d'ingénierie financière.

Le client, quant à lui, sait que si ces innovations sont inopérantes, ou si la conjoncture sur les marchés financiers, de plus en plus interdépendants, devient défavorable, il bénéficiera du soutien de la

banque. Les relations avec la clientèle et l'innovation permettent donc aux banques de se distinguer sur un marché par ailleurs extrêmement concurrentiel, et qui s'est banalisé.

La banque de dépôts

Du côté banque de dépôts, la concurrence a également forcé les banques à reconsidérer les modalités d'exercice de leurs métiers de base.

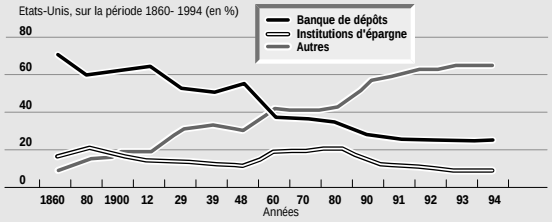
Auparavant, les dépôts à terme et à vue proposés par les banques constituaient à la fois un instrument d'épargne et un moyen de paiement. La création d'autres supports d'investissement (fonds investis en titres du marché monétaire, fonds communs de placement en actions et en obligations) et la maîtrise de plus en plus grande par les investisseurs de l'analyse risque/rendement, ont réduit le rôle des banques pour l'épargnant. Cela est d'autant plus vrai que les progrès technologiques des télécommunications ont en partie remédié au problème de l'éloignement physique entre investisseurs et institutions financières proposant d'autres supports d'investissement. On entend souvent dire que l'avantage de la proximité dont bénéficiaient les banques de réseau a désormais disparu.

Les banques jouissaient également d'un monopole en matière de paiements et de compensation, ce qui avait une certaine logique du point de vue des banques centrales : il y avait moins d'établissements à surveiller, ce qui diminuait le risque qu'une banque, ayant reçu des dépôts, soit mise en faillite et fasse courir la menace d'un effondrement du système des paiements.

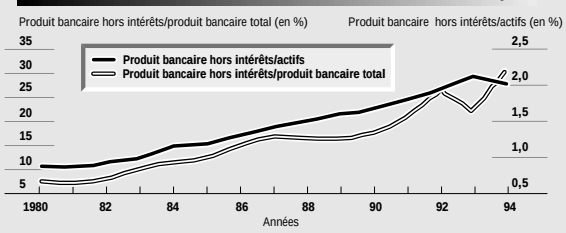
L'avènement de la compensation en temps réel assortie de garanties oblige les institutions participantes à constituer des garanties. Elles ne peuvent plus mettre le système en danger. La restriction de l'accès à ces opérations aux seuls établissements surveillés par la banque centrale n'est donc plus justifiée. Il n'est plus certain que ce dernier bastion des privilèges des banques ne disparaîtra pas un jour.

Certaines banques ont repensé leurs activités de banque de dépôts. La clientèle n'est pas attachée au produit lui-même − compte à vue ou compte de dépôts −, ce qu'elle veut, c'est un moyen commode d'investir et d'effectuer des paiements. Auparavant, l'agence locale était le point de passage obligé. De nouvelles possibilités s'ouvrant à la clientèle, les banques doivent suivre le mouvement et mener elles aussi leurs clients vers la banque électronique, ou bien changer les services qu'elles proposent dans leurs agences.

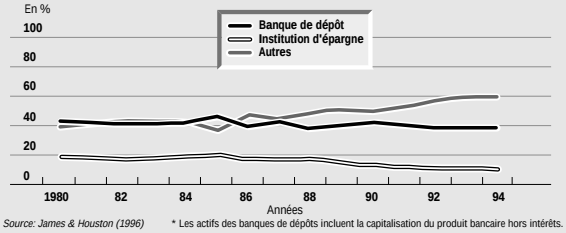
Répartition des actifs bancaires par type d'établissement Figure 1



Ratios de produit bancaire hors intérêts 1980-1994 Figure 2



Répartition des actifs bancaires par type d'institution financière* Figure 3



Source: James & Houston (1996) * Les actifs des banques de dépôts incluent la capitalisation du produit bancaire hors intérêts.

L'exemple des services offerts par Charles Schwab, un courtier américain, donne une idée de la menace que fait planer la banque électronique. Cette maison de courtage a été l'une des premières à permettre à ses clients de réaliser des opérations par système électronique. Cela a aussi permis à Schwab d'investir dans une large gamme de fonds communs de placement en actions et obligations (outre ceux qu'il gérait déjà) et de gérer des comptes chèques. Schwab propose aussi à sa clientèle des services d'information et de cotation. Mais ce qui le distingue, c'est qu'il fournit à ses clients un relevé de toutes leurs opérations, qui fait également mention de la performance de ses placements.

A l'ère de l'électronique, où le consommateur peut changer d'établissement à peu de frais, Schwab a réussi l'impossible : rendre sa clientèle captive, et cela de deux façons. En premier lieu, le client investissant dans d'autres fonds que ceux de Schwab se voit contraint de regrouper les relevés émis par ce fonds avec les relevés émis par Schwab, ce qui induit des coûts non négligeables. Tous comptes faits, le jeu n'en vaut pas la chandelle. En second lieu, il est difficile pour un client d'abandonner Schwab : il lui faudra en effet contacter par lui-même tous les fonds auxquels il avait accès par l'intermédiaire de Schwab. Cela n'en vaudra pas la peine, à moins qu'un concurrent de Schwab ne propose quasiment la même gamme de fonds. Schwab a donc réussi à rendre captive sa clientèle, qu'il peut passer à d'autres prestataires de services financiers au prix fort. On aura une idée du poids de Schwab sur le marché lorsque l'on saura que Fidelity, un géant du secteur, a dû jeter l'éponge lors d'une récente bataille entre les deux établissements.

Les banques présentent cependant deux avantages importants par rapport aux autres institutions financières, dans la course à la clientèle captive.

En premier lieu, le nombre de personnes prêtes à utiliser les moyens électroniques pour effectuer leurs opérations financières demeure limité. L'agence bancaire reste le prestataire de services financiers le plus apprécié. Elle délivre des reçus ou des relevés immédiats sous forme papier, ce qui est commode pour le client. Deuxième raison, et non des moindres, les particuliers ne savent en général pas bien gérer eux-mêmes leurs finances et souhaitent disposer de conseils financiers fiables.

Les banques les plus perspicaces tirent parti de ces deux avantages. Elles offrent le même genre de produits qu'un courtier comme Schwab, mais aussi une relation de confiance avec un interlocuteur personnel, qui guide sa clientèle à travers les arcanes de la finance. Les banques peuvent attirer beaucoup plus de clients de cette manière. A terme, ceux-ci se sentiront suffisamment sûrs d'eux-mêmes pour passer aux opérations électroniques mais entre-temps, la banque sera peut-être devenue pour eux le point d'accès obligé.

Les agences bancaires ne sont donc peut-être pas prêtes de fermer leurs portes. D'ailleurs, le nombre de succursales aux Etats-Unis a augmenté de 27 % de 1985 à 1994, progression qui s'explique en partie par l'ouverture de « points bancaires » dans les supermarchés, les centres commerciaux et autres. Mais les contacts personnels demeurent probablement un élément essentiel.

Norwest, dans la région de Minneapolis, est l'une des banques qui met le plus l'accent sur son réseau d'agences. Comme le demande son président : *« A offre comparable de produits, qui est le mieux placé : notre employé qui vous connaît ou une personne qui vous téléphone de Dallas en interrompant votre dîner? »* Norwest place en moyenne 3,8 produits bancaires par client. Ce chiffre varie de 1,25 à 2,75 pour les grandes banques.

Perspectives d'ensemble...

Nous avons vu que les banques proposent des services sous forme de garanties aux entreprises, sans nécessairement mettre des fonds à leur disposition. Elles offrent en outre un point d'accès pour des services multiples, sans nécessairement fournir elles-mêmes tous ces services financiers. Dans les deux cas, les banques apportent leur savoir-faire financier en adaptant les opérations aux besoins de la clientèle.

A l'avenir, les banques les plus prospères pourraient bien être celles qui mobiliseront ressources technologiques et financières pour concrétiser les solutions créatives élaborées par leur personnel et qui, grâce à leurs relations avec leur clientèle, sauront les mettre en œuvre dans un climat de confiance. La qualification du personnel devient manifestement un facteur de plus en plus important. Les chiffres parlent d'ailleurs d'eux-mêmes. Le pourcentage d'employés peu qualifiés (guichetiers, préposés aux archives, employés de bureau, etc.) dans le secteur bancaire aux Etats-Unis a diminué, passant de 60,6 % en 1983-1985, à 52,5 % en 1993-1995. Au cours de la période, la proportion de responsables hautement qualifiés a presque doublé, progressant de 5,5 % à 10,1 %. Ce phénomène ne s'explique pas uniquement par une redéfinition des emplois peu qualifiés. En effet, dans le même temps, le pourcentage d'employés ayant au maximum un niveau d'études de fin d'enseignement secondaire a nettement baissé.

Dans ce nouveau contexte, les dirigeants de banques doivent relever d'importants défis. L'évolution technologique et la déréglementation ouvrant de nouvelles perspectives, ils peuvent être tentés de se lancer dans tous les nouveaux domaines d'activité qui se présentent. Les banques paraissent toutes vouloir devenir des banques universelles et peu d'entre elles semblent être conscientes des coûts, potentiellement substantiels, qu'entraînent de nouvelles activités aux dépens des anciennes.

Nouvelles activités

Tout d'abord, de nouvelles activités introduisent une culture d'entreprise et une hiérarchie des salaires différentes. Cette culture peut entrer en conflit avec celle des activités existantes (l'opposition entre le responsable des prêts à la prudence proverbiale, et le hardi banquier d'affaires) et la hiérarchie des salaires dans cette nouvelle activité peut susciter des jalousies. La solution souvent adoptée semble être une hausse généralisée des salaires pour « faire plaisir à tout le monde », avec les conséquences négatives que cela entraîne sur les bénéfices de l'établissement.

Ensuite, les dirigeants doivent avoir une bonne connaissance de ces nouvelles activités et doivent posséder les moyens de les contrôler. Les systèmes existants d'audit et d'autocontrôle peuvent s'avérer tout à fait inadéquats pour les nouvelles activités. Tant que ces systèmes ne seront pas modifiés, une banque court de sérieux risques en s'engageant dans un nouveau domaine d'activité.

La réputation de la banque est essentielle à la fonction de garantie qu'elle assure. Or il suffit d'une opération plus ou moins hasardeuse pour que cette réputation soit ternie. C'est l'expérience qu'a faite Salomon Brothers, la banque d'affaires américaine, peu de temps après la controverse née en 1991 à propos de l'adjudication de titres d'Etat américains. La banque a enregistré une chute spectaculaire de ses activités, même dans les domaines n'ayant aucun rapport avec l'opération. Salomon Brothers a vu partir des cadres très importants, a dû verser des amendes et liquider environ un tiers de ses actifs, tout en enregistrant une contraction de 1,5 milliard de dollars de sa capitalisation boursière. En effet, beaucoup d'entreprises se sont inquiétées des conséquences négatives, en termes d'image, de leurs relations avec une banque « mouillée » dans une affaire dont la fiabilité pouvait donc être sujette à caution. Tout cela, alors même que les dirigeants de la banque maîtrisaient parfaitement les activités concernées.

Les dirigeants doivent peut-être faire preuve d'une certaine humilité pour reconnaître qu'ils ne comprennent pas telle activité ou qu'ils ne peuvent pas en assurer le contrôle. Dans un monde de plus en plus complexe, la meilleure stratégie consiste, semble-t-il, à s'abstenir d'une diversification malvenue.

Troisième risque : les clients eux-mêmes sont susceptibles de se méfier d'une banque qui « s'éparpille ». Les établissements bancaires se lançant de

Résumé

L'avenir des banques de dépôts est-il menacé par l'intensification de la concurrence, les mutations technologiques et la déréglementation ? Cet article montre que si les banques se portent toujours très bien en termes fonctionnels, leur situation en termes d'offre de produits est moins florissante. En réinventant leur rôle, elles ont relevé les défis qui se présentaient à elles. Elles ont rééquilibré leurs activités de crédit, délaissant quelque peu le haut de gamme au profit des crédits octroyés à des emprunteurs de taille moyenne et plus contraignants en termes d'information ; en outre, elles perçoivent désormais des commissions sur la garantie des billets de trésorerie.

Les banques peuvent également mettre à profit les solides relations qu'elles entretiennent avec leurs clients pour proposer des solutions innovantes et personnalisées. En tant que banques de réseau, elles bénéficient de deux avantages sur les autres institutions financières : peu de clients sont prêts à utiliser les transactions électroniques et la plupart souhaitent disposer de conseils financiers fiables.

De nouvelles activités s'ouvrent aujourd'hui au secteur bancaire. Les banques n'en doivent pas moins être vigilantes car en se diversifiant dans des domaines qui leur sont totalement étrangers, elles pourraient bien s'exposer à de nouveaux risques.

plus en plus dans le conseil financier, ils doivent se garder d'un danger : leur réputation d'impartialité pourrait être remise en cause par les produits financiers qu'ils cherchent à placer. Un certain nombre de banques ont réagi en érigeant des cloisonnements étanches entre activités de conseil et placement de produits financiers. Néanmoins, ces cloisonnements s'avèrent souvent insuffisants.

Enfin, plus les activités de la banque sont diversifiées, plus il est difficile pour les investisseurs de les comprendre. On sait que les actions des conglomérats s'échangent avec une décote sur leur valeur réelle. Pour les mêmes raisons, les analystes estiment qu'une banque peut voir sa situation se fragiliser au niveau de ses fonds propres si elle se lance dans de nouvelles activités très éloignées de son métier de base. D'après certains analystes, le marché semble déprécier les banques qui sont trop centrées sur les opérations pour compte propre.

Une carte à jouer

Les banques continueront-elles à être réglementées ? Même si, dans le cadre de systèmes de compensation en temps réel, le risque de faillite d'une banque ne peut pas mettre en péril le système de paiements et si les petits investisseurs ont des possibilités d'investissement sans risque (auquel cas les pouvoirs publics n'ont plus besoin de garantir les dépôts bancaires), la réglementation des banques, du moins des plus grandes d'entre elles, conserve peut-être un intérêt.

En effet, les banques sont dépositaires d'informations et riches d'un réseau de clients qui risquent de disparaître si la banque fait faillite. Les faillites de banques sont d'ailleurs des événements politiquement explosifs. S'il s'agit d'une banque relativement importante, les pouvoirs publics n'auront peut-être pas d'autre choix que de la renflouer. Dans cette optique, ceux-ci doivent veiller à ce qu'une banque ne soit pas tentée d'abuser du fait qu'elle est « trop grande » pour être mise en faillite.

La réglementation doit logiquement et principalement viser les grandes banques et notamment les banques de réseau, mais leurs activités deviennent par ailleurs de plus en plus difficiles à suivre et évoluent de plus en plus rapidement.

Les autorités de tutelle n'ont pas toujours une idée très précise de ce qu'est une politique prudente pour une banque. En conséquence, la réglementation doit inciter les banques à pratiquer l'autocontrôle, leur surveillance directe et les ratios de solvabilité ayant pour seul objectif d'empêcher les dirigeants d'avoir des comportements peu scrupuleux ou incompétents.

Des mesures sont susceptibles d'inciter les banques à l'autocontrôle. On peut par exemple avertir les responsables qu'ils engageront leur responsabilité civile ou pénale s'il peut être prouvé rétrospectivement qu'ils ont été négligents. Les autorités de surveillance peuvent en outre assurer un certain suivi grâce au marché, en exigeant des grandes banques qu'elles émettent régulièrement des instruments dérivés sur leurs crédits (ces instruments ne rapporteront rien si la banque doit être secourue de la faillite). La cotation de ces titres dérivés permet de connaître le jugement du marché sur le fonctionnement de l'établissement concerné.

Le danger est, bien évidemment, que les autorités de tutelle continuent de considérer les banques comme des entités particulières, d'accorder des garanties très extensives et de supporter les conséquences de risques que ces autorités ne cernent pas. Dans ces conditions, toute faillite de banque, si elle est analysée comme une faillite de la réglementation et non pas comme une conséquence des risques de l'activité bancaire, entraînera l'adoption d'une nouvelle réglementation, et le cercle vicieux continuera. Si les banques de dépôts doivent craindre pour leur avenir, c'est plutôt de ce type de situation que viendra le danger. ●

Stratégies de développement des banques françaises

Les banques doivent faire face à de nombreux défis amplifiés par l'arrivée de l'euro et la mise en place prochaine d'un marché unique des services bancaires.

BERNARD MAROIS

Le secteur bancaire a connu au cours des siècles un développement considérable : alors qu'au Moyen Age les Médicis contrôlaient un empire bancaire s'appuyant sur 8 filiales européennes avec seulement 57 personnes, par contraste, la Citibank disposait en 1995 de plus de 80.000 employés répartis dans 3.500 agences présentes dans 93 pays (1). En outre, les dix dernières années ont vu une évolution rapide de l'industrie bancaire dans le monde, favorisée par les progrès de la technologie (essor de la télématique, par exemple) et la mondialisation des échanges qui a poussé les banques à s'internationaliser.

En France, ce mouvement a été amplifié par l'arrivée prochaine de l'euro et d'un marché unique des services bancaires, qui ne peut qu'exacerber la concurrence entre les établissements financiers pour la conquête du futur « consommateur européen ».

Le secteur bancaire français souffre d'un certain nombre de handicaps bien connus. Le plus sérieux est lié à la faible rentabilité de nos banques, en général. Bien que le rendement des fonds propres se soit récemment amélioré, après un plus bas de 4 % en 1995 (contre 8,5 % en 1991), les banques françaises sont encore largement distancées (2) par leurs homologues britanniques (entre 15 % et 20 % pour celles-ci). A titre d'illustration, les banques d'outre-Manche représentent 68 % des profits du secteur bancaire européen, alors que le PNB britannique ne compte que pour 13 % du PNB européen. Bien que les bénéfices des banques françaises soient à la hausse − au premier semestre 1997, le résultat brut d'exploitation du groupe CIC a progressé de 7,5 %, celui de la BNP de 5,3 % et celui de la Générale de 8,70 % −, cette amélioration ne suffit pas à combler l'écart avec nos concurrents européens.

Cette faiblesse se retrouve au niveau des capitalisations boursières : même la Société Générale fait figure de nain par rapport à HSBC (Hongkong and Shanghai Banking Corporation) ou à Lloyds-TSB. En conséquence, des banques telles que le CCF sont sous la menace de rachat par des établissements étrangers.

En outre, le système bancaire français souffre de nombreuses distorsions : livret d'épargne défiscalisé, à taux administré, caisses d'épargne n'ayant pas à rémunérer leurs actionnaires, ou de rigidités spécifiques (surprotection du consommateur de crédit, statuts archaïques (3), taxe de 10 % sur les salaires) et le fameux « ni-ni » (ni rémunération des comptes à vue ni facturation des chèques), sans oublier la concurrence jugée déloyale de La Poste (4).

Cependant, d'autres caractéristiques du secteur bancaire français sont plus favorables. Tout d'abord, en matière de taille des bilans, on comptait, en 1997, 8 groupes bancaires français parmi les 100 premiers mondiaux (dont 3 parmi les 20) : la France est la troisième puissance mondiale par la taille de ses grands établissements de crédit, derrière le Japon et les Etats-Unis. A la fin de 1995, les fonds propres « durs » totaux des 5 premiers groupes français s'élevaient à 66 milliards de dollars et représentaient 1,3 fois ceux des Allemands (5).

Si on considère le rapport frais généraux/actifs gérés (2,3 % en France, contre 2,4 % au Royaume-Uni et 2,9 % aux Etats-Unis) ou le rapport frais généraux/actifs productifs (1,9 % en France, 2 % en Grande Bretagne et 2,4 % aux Etats-Unis), les banques françaises font plutôt mieux que les autres. Certes les marges d'intermédiation restent encore inférieures à celles des banques anglaises ou américaines, mais elles sont en hausse depuis deux ans. Quant au réseau international des banques françaises, il n'a rien à envier à nos concurrents : il est bien implanté et rentable (en 1996, le produit net bancaire des établissements à l'étranger a augmenté de plus de 20 %).

En ce qui concerne l'avenir, on peut anticiper les évolutions suivantes :

- réduction de l'interventionnisme de l'Etat, grâce à la continuation des privatisations (celle récente du CIC, ou celle, prochaine, du Crédit Lyonnais) ;
- mutation rapide des marchés européens, à la suite de l'arrivée de l'euro : d'une part, on assistera à une hiérarchisation accrue des marges perçues par les banques en fonction du risque de crédit et, d'autre part, les entreprises tendront à centraliser leurs relations bancaires et leurs comptes, ce qui devrait aboutir à une diminution rapide du nombre de banques en Europe (6) ;
- effacement progressif des frontières entre les opérations de crédit et les opérations de marché, grâce à la titrisation, ce qui aura pour effet d'élargir, par contre, la séparation entre les activités de production et celles de distribution (de crédits, de titres, de contrats à terme, etc.) ;
- apparition de nouveaux métiers, tels que le contrôle des risques financiers (y compris les risques de contrepartie), la veille technologique, la gestion de la monnaie électronique (y compris le comarquage (7)), la compensation et la conservation de titres (« global » ou « régional custodians »).

Face à ces mutations, comment vont évoluer les stratégies des banques ?

Une « multispécialisation » ?

La première alternative qui se pose à une banque réside dans le choix du champ d'activité (ou des métiers) que la banque va couvrir : doit-elle être

© Banque Directe

L'avènement de la banque à distance (ici la Banque Directe, groupe Paribas), le développement du paiement électronique et la multiplication des opérations hors guichet comptent parmi les nouveaux défis qui s'imposent au secteur bancaire.

universelle ou généraliste (André Levy-Lang dirait : « multispécialiste ») ou, au contraire, se concentrer sur quelques « niches » où elle possède une plus grande expertise.

Il n'y a évidemment pas de réponse absolue. Celle-ci va dépendre de la taille des banques, des réglementations locales ou européennes, de la puissance des actionnaires (et donc de l'importance du critère de rentabilité sur fonds propres dans la politique générale de l'institution financière). Des banques comme la Deutsche Bank, ABM-Amro, ou le Crédit Lyonnais, avant la crise, avaient opté pour la première voie ; d'autres, récemment, se sont repliées sur une stratégie de banque universelle sur leur marché domestique, mais spécialisée à l'étranger (NatWest ou Barclays ont ainsi liquidé leur réseau en France). Pour certains établissements tels que Paribas la spécialisation s'impose (ce qui a amené la banque à revendre le Crédit du Nord, banque à réseau, à la Société Générale). Quant à la Banque Indosuez, elle a dû accepter de passer dans le giron du Crédit Agricole, pour pouvoir survivre.

Notons également l'arrivée de nouveaux concurrents : ainsi, les sociétés de distribution, telles que Leclerc ou Auchan, ont créé leur propre banque et développent des cartes de crédit privatives. Cofidis, filiale financière des 3 Suisses, a ouvert une filiale au Portugal, créé une succursale en Espagne et racheté un établissement financier en Italie. Quant à General Electric Capital, il a racheté la Sovac et compte développer ses activités financières en Europe.

Un autre grand débat qui préoccupe les banques est leur relation avec le monde de l'assurance : faut-il se développer d'une façon extensive dans ce domaine, comme l'a fait le Crédit Agricole avec ses filiales d'assurance Predica et Pacifica, ou passer des accords avec une compagnie d'assurances (BNP et UAP) ou, carrément, devenir un pilier de la bancassurance, comme le groupe belgo-néerlandais Fortis ou le hollandais ING ?

Enfin, dernier défi à relever : l'avènement de la banque à distance. D'ores et déjà, près des deux tiers des transactions bancaires s'effectuent hors agence (par téléphone, courrier, automates ou ordinateur) : la banque virtuelle arrive ! En outre, les Français ne se rendent plus que 5 fois par an en moyenne à leur banque. Le secteur bancaire français est également en avance dans le domaine de l'EDI (échange de données informatiques) qui va s'élargir à la clientèle des petites et moyennes entreprises. De même, la Banque Directe, mise en place par le groupe Paribas, dessine les contours de la banque du XXIe siècle, qui verra également le développement des paiements électroniques et la multiplication des opérations hors guichet (à ce propos, on peut rappeler que l'un des projets de Bill Gates est de faire de Microsoft la première banque mondiale présente uniquement au travers d'Internet).

Une présence accrue

Ces stratégies différenciées vont impliquer certainement un mouvement de restructuration, au niveau français, mais également au niveau européen. De ce point de vue, le choix offert se résume à 2 questions : faut-il procéder à des fusions nationales ou à des regroupements transfrontaliers ? une banque doit-elle s'implanter à l'étranger à travers des filiales et succursales, donc par une politique d'acquisition, ou, au contraire, privilégier des accords de coopération (alliances) ?

Sur le premier point, il faut souligner la prépondérance forte des solutions nationales, par rapport aux solutions transnationales : que ce soit la fusion UBS-SBS en Suisse, le rapprochement de la Bayerische Vereinsbank et d'Hypotheken und Wechselbank en Allemagne ou la prise de contrôle du Banesto par le Banco Santander en Espagne, voire le rachat du Crédit du Nord par la Société Générale en France, c'est la concentration au niveau national qui a certainement prédominé au départ. Mais, depuis peu, plusieurs opérations transnationales ont vu le jour : rachat de Bruxelles Lambert (Belgique) par ING (Pays-Bas), fusion de Nordbanken (Suède) et de Merita (Finlande), enfin rapprochement du Crédit Local de France et du Crédit Communal de Belgique aboutissant à la création de Dexia, elle-même prennant 40 % de Crediop (Italie), sans oublier le rachat de Baring par ING ou de Warburg par SBS.

Pour ce qui est de l'alternative acquisition ou alliance, on peut noter la succession de deux périodes assez différentes : jusqu'en 1995, beaucoup de banques ont choisi la voie de la prise de participation, telle la Deutsche Bank en Espagne et en Italie ou le Crédit Lyonnais aux Pays-Bas, en Italie, en Espagne et en Allemagne. Mais les acquisitions présentent de nombreux risques : en général un coût élevé (phénomène de rareté), des synergies difficiles à identifier, une culture locale « forte » et parfois très différente de celle de la banque acheteuse. En conséquence, les trois dernières années ont vu de nombreux désinvestissements : cession de 57 % dans le Credito Bergamasco (Italie) et de 54 % de Woodchester (Irlande) par le Crédit Lyonnais ; vente de ses filiales espagnoles par la Générale et de sa filiale belge par la BNP ou Paribas (8). Dans le même temps, les banques françaises s'efforcent de passer des accords avec des banques étrangères : partenariat du CCF et de la BHF Bank (Allemagne), accord entre le Crédit Agricole et le Banco Popular (Espagne) ; création d'un fonds de capital-risque entre la BRED et la Caixa de Galicia (Espagne). Cependant, l'accord le plus extensif reste celui signé entre la BNP et la Dresdner Bank : depuis 1989, date de l'échange d'administrateurs, les deux banques disposent de participations croisées de 0,9 % pouvant être portées à 10 %; en outre, elles ont créé un fonds mutuel commun, Paris-Dresde, et disposent d'une présence associée en Suisse et en Turquie, de filiales communes en Russie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Bulgarie et ont racheté ensemble la filiale bancaire chilienne du Crédit Lyonnais.

Défi de la capitalisation

Il semble que les banques françaises aient renoncé à devenir des banques universelles « paneuropéennes », soit par un choix a priori (Société Générale, Crédit Agricole), soit par contrainte (Crédit Lyonnais) : elles restent multispécialistes sur le territoire national, et se concentrent sur des niches à l'étranger. Leur principal défi actuellement consiste à augmenter leur capitalisation, pour éviter de tomber sous les coups de « prédateurs » extérieurs. L'amélioration de leur rentabilité sur fonds propres ainsi que de leur marge bénéficiaire devraient favoriser l'atteinte de cet objectif, pour peu que le secteur bancaire français accepte de se moderniser, c'est-à-dire desserre les contraintes réglementaires, fruit de l'histoire. Moyennant quoi, l'avènement du marché unique (et de la monnaie unique) ne sera pas uniquement source de difficultés (coûts de la transition, concurrence étrangère, remise en cause de certains blocages évoqués précédemment), mais aussi d'opportunités de nouveaux développements en Europe et dans le reste du monde (9). ●

(1) R. de Roover, « The Rise and Fall of the Medici Bank », 1397-1494, New York, Norton, 1996 et R. Brealey & E. Kaplanis, « The Determinant of Foreign Banking Location », « Journal of International Business Studies », vol. 15, n° 4, 1996, pp 577-597.

(2) En 1997, le rendement a retrouvé les niveaux du début de la décennie : 9 % pour la Société Générale, 8 % pour le CIC ou le CCF, 7 % pour la BNP, mais 1 % pour le Crédit Lyonnais.

(3) Rappelons les débats sur le fameux décret de 1937 régissant les conditions de travail dans les banques.

(4) Les banques reprochent à La Poste de bénéficier de l'absence des contraintes réglementaires et prudentielles auxquelles elles sont astreintes.

(5) « L'Agefi » du 5 février 1997, p. 10, « La reconfiguration du paysage bancaire plus que jamais à l'ordre du jour ».

(6) Actuellement, aucune banque ne couvre plus de 3 % du marché européen, qu'il s'agisse de crédits, de dépôts ou de taille de bilan, tandis que dans beaucoup d'industries le leader européen a plus de 10 % de part de marché.

(7) Cartes de crédit développées en partenariat avec des entreprises (ainsi la carte Alterna, proposée par Total et la Générale).

(8) La liste de ces opérations n'est, bien sûr, pas exhaustive.

(9) Pour illustrer ce point, mentionnons le rachat par la Société Générale, d'une part, de Yamaichi (Japon), et, d'autre part, de Barr Devlin et de Cowen aux Etats-Unis.

Résumé

Cet article analyse les forces et les faiblesses des banques françaises, tout en anticipant les évolutions futures de l'environnement européen. L'auteur procède ensuite à l'identification des stratégies des banques face à ces changements : ces stratégies sont variées, en fonction des métiers exercés et des moyens dont les banques disposent. En outre, de nouveaux concurrents apparaissent sur ce marché (compagnies d'assurances, sociétés de distribution), alors que se profile la « banque à distance » ou la « banque directe ». Au niveau européen, les banques françaises s'efforcent de se renforcer, soit par acquisitions (mais les résultats sont, pour « le moins », mitigés) soit par alliances.

Bernard Marois

Bernard Marois est professeur de finance au Groupe HEC et président du Club Finance Internationale.

Suffit-il de se laisser porter par la conjoncture ?

Une entreprise qui souhaite assurer sa rentabilité durablement ne peut se contenter de se laisser porter par la conjoncture mais doit créer de la valeur pour ses actionnaires. Et donc intégrer étroitement, par une politique volontariste, stratégie et finance.

Franklin Allen

Franklin Allen est professeur de finance et d'économie, titulaire de la chaire Nippon Life à la Wharton School de l'université de Pennsylvanie. Il est également rédacteur en chef adjoint de la revue « Financial Management ».

John R. Percival

John R. Percival enseigne la finance à la Wharton School de l'université de Pennsylvanie.

FRANKLIN ALLEN ET JOHN R. PERCIVAL

Les entreprises doivent aujourd'hui faire face à un environnement de plus en plus concurrentiel. Cela se vérifie notamment sur les marchés de biens de consommation où la compétition a gagné en complexité et se joue désormais sur la scène mondiale. Les marchés financiers ont également suivi cette tendance. Dans tous les pays, les entreprises se voient de plus en plus contraintes de privilégier la création de valeur pour l'actionnaire.

Pour s'ouvrir la voie du succès dans cette économie mondiale en évolution rapide, les chefs d'entreprise doivent mettre en œuvre une stratégie qui sous-tendra leur développement, tout en restant conscients de ses implications financières. Ils devront pour cela disposer d'outils qui les aideront à choisir le meilleur moyen d'optimiser la rentabilité de l'entreprise. Toute société dégageant une rentabilité constamment supérieure au coût d'opportunité du capital crée à long terme de la valeur pour ses actionnaires.

Afin de bien comprendre la relation entre la stratégie et les aspects financiers, il suffit de dresser un parallèle entre les sociétés qui se laissent porter par la conjoncture et celles qui créent de la valeur.

Pour se laisser porter par la conjoncture, il suffit d'être présent au bon endroit, au bon moment et de disposer des atouts requis ; le chiffre d'affaires augmente, la société est rentable et le cours de l'action monte. On peut ainsi facilement se laisser abuser et croire que ces performances sont la conséquence directe d'une bonne stratégie. Or la rentabilité est un élément extrêmement fragile. Elle résulte d'un ensemble de conditions particulières sur les marchés de biens de consommation, où les consommateurs, la concurrence et la conjoncture économique mondiale ont un rôle à jouer. Si ces paramètres évoluent et que la société ne modifie pas sa stratégie, la vague porteuse finit inévitablement par se briser. L'entreprise apprendra après-coup, à ses dépens, que sa rentabilité était peut-être davantage due à une chance insolente qu'à une gestion réellement prévisionnelle.

En revanche, les entreprises créatrices de valeur enregistrent une rentabilité à tout instant supérieure au coût d'opportunité du capital et ce, quelle que soit la phase du cycle d'activité. S'il est facile de se laisser porter par une conjoncture favorable, il est beaucoup plus difficile de créer de la valeur.

On pourrait croire qu'en faisant tout ce qu'il faut quand il le faut, une entreprise se portera bien financièrement. Qui, en effet, refuserait de croire qu'une entreprise qui prend soin de ses clients comme de ses employés n'obtiendrait pas de bons résultats financiers ? Malheureusement, agir correctement est certes une condition nécessaire, mais pas suffisante pour réussir financièrement.

Nous proposons une politique d'entreprise destinée à créer de la valeur. Celle-ci comporte 4 étapes, et intègre stratégie et aspects financiers :

− la fixation d'un objectif de création de valeur pour l'ationnaire;

− l'évaluation des implications financières;

− l'intégration des composantes marketing, exploitation et finance;

− la réflexion relative au changement.

L'objectif

L'entreprise doit se fixer un objectif : la création de valeur pour l'actionnaire, celle-ci n'étant jamais le résultat d'une « génération spontanée ».

Les marchés financiers peuvent se satisfaire de sociétés qui se laissent porter par une conjoncture favorable. En effet, si les investisseurs sont capables de juger les conséquences des décisions de gestion des entreprises, il leur suffira d'investir quand il le faut pour obtenir des rendements acceptables. Ils investiront au moment où la vague porteuse se forme, et se désengageront avant qu'elle ne se brise.

Les sociétés qui ne font pas de la création de valeur leur priorité pourront bien essuyer des déconvenues. IBM, Apple et Kodak sont des exemples d'entreprises dotées de collaborateurs et de produits de haute qualité, mais qui ont beaucoup souffert lorsque la conjoncture s'est soudain retournée... et elles avec.

Implications financières

Deux critères permettent de comprendre la relation entre stratégie et création de valeur.

− Le premier d'entre eux est le « Système Dupont », représenté par la formule

marge x chiffre d'affaires = taux de rendement

dont l'utilité tient au fait que la plupart des stratégies supposent un compromis entre marge et chiffre d'affaires. La formule permet simplement d'évaluer l'effet de certaines décisions de gestion sur le taux de rendement.

Le Système Dupont oblige les dirigeants de société à ne pas perdre de vue le fait que le taux de rendement est conditionné par la concurrence caractérisant le marché des biens de consommation et par la réaction des clients à la politique de gestion de l'entreprise.

Le rendement ne résulte pas des marges ou du chiffre d'affaires, mais des deux à la fois. Or les mesures destinées à accroître les marges tendent à peser sur le chiffre d'affaires et vice-versa.

Le Système Dupont permet d'analyser entre autres les décisions de l'entreprise en matière de fixation des prix, d'investissements technologiques, de sous-traitance et de modification du mix-produit. Prenez une entreprise ayant adopté une politique originale et révolutionné un secteur d'activité. Analysez cette entreprise selon le Système Dupont. Vous serez surpris du nombre de fois où vous ferez la même analyse que les dirigeants de l'entreprise.

Walmart, groupe américain de grande distribution, illustre parfaitement ce point. Son succès peut être constaté en se servant de la formule Dupont. Ce sont traditionnellement les fabricants qui fidélisent la clientèle, ce qui leur permet d'augmenter les prix et de dégager des marges supérieures. Les distributeurs, quant à eux, axent davantage leur stratégie sur la progression du chiffre d'affaires. Or, Walmart a réussi à se constituer une clientèle importante et très fidèle, tout en bénéficiant d'une marge et d'un chiffre d'affaires élevés, ce qui lui permet de dégager régulièrement de meilleurs taux de rentabilité que ses concurrents.

Le Système Dupont est très utile en analyse prospective. Il permet très simplement aux chefs d'entreprise de se faire une idée de la rentabilité future de leur stratégie.

− Le second critère est le cash-flow actualisé, qui va encore plus loin en permettant de déterminer la relation entre coûts estimés, chiffre d'affaires prospectif, risque des investissements potentiels et valeur de l'entreprise.

La détermination du coût d'opportunité du capital *"r"* de la société concernée est le point de départ de toute analyse du cash-flow actualisé. Ce coût d'opportunité est égal au meilleur rendement que les propriétaires du capital de la société pourraient obtenir en investissant, à risques comparables, sur les marchés financiers (banques et autres intermédiaires financiers, Bourse et autres marchés de capitaux), les fonds qu'ils détiennent dans la société et qui financent la stratégie en question. Si cette dernière dégage un rendement supérieur au coût d'opportunité du capital, il y a création de valeur pour les actionnaires. Si ce rendement est inférieur au coût d'opportunité, il y a destruction de valeur ; cette stratégie ne devra donc pas être mise en œuvre, puisque les investisseurs auraient intérêt à placer leurs fonds sur les marchés financiers.

Pour mesurer la richesse susceptible d'être créée pour les actionnaires, il suffit d'actualiser au coût d'opportunité du capital les cash-flows futurs d'un investissement, en tenant compte des flux sortants (coûts) et des flux entrants (revenus). Prenons ainsi le cas où la meilleure alternative de placement pour l'actionnaire consiste à déposer l'argent auprès de sa banque, avec une rémunération de 10 % par an : s'il dépose 100 dollars, ils vaudront d'ici un an 100 dollars x (1 + 0,1) = 110 dollars. Raisonnement inverse : la valeur actualisée de 110 dollars d'ici à un an, ramenée à aujourd'hui, est de 110 dollars/(1 + 0,1) = 100 dollars.

Supposons qu'un projet d'investissement coûte actuellement 100 dollars, qu'il dégage un cash-flow net de 115 dollars à un an et que le coût d'opportunité du capital pour les actionnaires soit de 10 %. Le rendement étant de 15 %, ce projet présente un certain intérêt. Quelle est la richesse susceptible d'être créée pour les actionnaires ? La valeur actualisée du cash-flow à un an est de 115 dollars/(1 + 0,1) = 104,55 dollars. Dans la mesure où le projet d'investissement ne coûte que 100 dollars, la valeur actualisée nette du projet − en d'autres termes, la richesse créée pour les actionnaires − est de 104,55 dollars − 100 dollars = 4,55 dollars. Si la société entreprend le projet, sa valeur sera augmentée de 4,55 dollars.

Si la valeur du projet n'est que de 105 dollars d'ici à un an et si le projet demeure inchangé, il ne vaut pas la peine de l'entreprendre. En effet, la rentabilité est alors de 5 %, soit inférieure au coût d'opportunité du capital. Il vaudrait mieux placer l'argent à la banque, où il rapporte 10 %. Si les dirigeants de l'entreprise décident d'entreprendre le projet, la valeur de l'entreprise pour l'actionnaire devient − 100 dollars + 105 dollars/(1 + 0,1) = − 4,54 dollars. On constate donc que 4,54 dollars de valeur pour l'actionnaire ont été détruits.

La méthode de la valeur actualisée nette (VAN) peut s'appliquer facilement à d'autres situations plus complexes. Selon la même logique que celle de la comparaison avec le placement des fonds auprès

d'une banque, la valeur actualisée de C, d'ici t années, est égale à $C/(1+r)^t$. Par conséquent, la valeur d'un projet d'investissement pour l'actionnaire, possédant un coût à la date initiale 0 et qui génère un cash-flow net dans le futur, de l'année 1 à l'année T, est donnée par la formule suivante :

$$\text{VAN} = -\text{coût à la date initiale } 0 + \frac{\text{cash-flow net date } 1}{(1+r)} + \frac{\text{cash-flow net date } 2}{(1+r)^2} + \ldots\ldots + \frac{\text{cash-flow net date } T}{(1+r)^T}$$

La valeur actualisée nette peut être très utile, car, sur la base des coûts estimés et des projections de cash-flows nets qu'un investissement doit engendrer, elle permet de prévoir directement l'impact des décisions managériales sur le cours de l'action.

La recherche théorique a beaucoup porté sur les méthodes permettant de fixer le taux d'actualisation adéquat. Pour nos exemples, nous utilisons le taux de rendement que les actionnaires peuvent obtenir d'un placement auprès d'une banque pour calculer le coût d'opportunité du capital.

Pour intégrer le facteur risque, on utilise des modèles comme le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM ou Medaf), dans lequel le coût d'opportunité du capital est le rendement attendu d'un investissement de même niveau de risque sur le marché boursier. La recherche s'est également penchée sur un autre facteur : le choix du mode de financement (émissions d'actions ou d'obligations), à l'aide des théorèmes de Modigliani et de Miller et de leurs prolongements. Compte tenu de tous ces facteurs pour le taux d'actualisation, la formule de calcul la plus courante est le coût moyen pondéré du capital (CMPC), soit :

$$\text{rCMPC} = \frac{\text{actions}}{\text{actions} + \text{dette}}\ \text{rActions} + (1 - \text{taux d'imposition des sociétés})\ \frac{\text{dette}}{\text{actions} + \text{dette}}\ \text{rDette}$$

où « actions » et « dette » représentent la valeur de marché des actions et de la dette obligataire de la société, r Actions est le coût du capital actions calculé à l'aide du CAPM, et r Dette le coût de la dette que l'on peut calculer directement à partir des rendements obligataires ou des taux bancaires ; le taux d'imposition des sociétés permet d'intégrer la déductibilité fiscale des charges financières.

Si les travaux théoriques sur la détermination du taux d'actualisation sont nombreux, en revanche la recherche concernant l'impact de la stratégie managériale sur les cash-flows futurs est quasi inexistante.

La méthode de la valeur actualisée nette, telle qu'elle est généralement appliquée, présente des faiblesses en matière de détermination des coûts et de prévision des chiffres d'affaires. Il faudrait à cet effet prévoir les cash-flows futurs en extrapolant les états financiers actuels. Peu d'importance est accordée à l'origine de ces cash-flows et au maintien ou non de leurs niveaux actuels. C'est là qu'une bonne connaissance des clients, des concurrents et des activités prend toute son importance.

Marketing et exploitation

La création de valeur s'évalue en termes financiers mais provient des stratégies de marketing et d'exploitation. Il est nécessaire d'en comprendre les implications lors de son élaboration.

Paradoxalement, bien que la création de valeur se traduise en termes financiers, le rôle des responsables financiers de l'entreprise dans la création de cette valeur est extrêmement limité. En effet, les orientations financières telles que les politiques d'endettement ou de distribution de dividendes ne sont porteuses que d'une valeur marginale. Dans le meilleur des cas, les orientations financières seront accompagnées de stratégies de marketing et d'exploitation offrant le meilleur compromis entre chiffres d'affaires et coûts, et n'apportant un peu plus de valeur que pour un coût marginal. La stratégie financière, en termes de structure du capital, de politique de distribution de dividendes ou autres, ne pourra jamais pallier des stratégies de marketing et d'exploitation mal conçues ou mal mises en œuvre.

La finance doit remplir deux rôles distincts. Elle doit continuer à agir de façon traditionnelle, c'est-à-dire choisir la structure du capital et la politique de distribution de dividendes et gérer les risques. L'autre rôle est moins traditionnel. Elle devra s'attacher − contrairement à l'habitude − à déterminer les implications financières de stratégies non financières. Ce second rôle implique que l'on évalue la mesure dans laquelle une stratégie envisagée permettra de générer des cash-flows créateurs de valeur. Comment pourra-t-on mettre à profit l'amélioration de la position concurrentielle de l'entreprise qui devrait ressortir de la stratégie envisagée, pour dégager un rendement supérieur au coût d'opportunité du capital ?

La création de valeur dépend donc de façon essentielle du degré de sensibilisation financière des responsables non financiers de l'entreprise, dans la formulation des stratégies relatives à la compétitivité, à la technologie, aux investissements, à la refonte des processus, et à l'externalisation.

Le changement

Toute réflexion relative à la stratégie revient à discuter du changement. Une stratégie dont le rendement est supérieur au coût d'opportunité du capital dans telles ou telles circonstances peut ne pas avoir la même rentabilité au gré de l'évolution de divers paramètres : clients, concurrence, technologie et conjoncture économique. Il est essentiel d'intégrer les aspects financiers et la stratégie dans ce que nous appelons « la trilogie du changement » :

− savoir quand changer ;
− savoir comment changer ;
− procéder à ce changement.

De trop nombreuses entreprises, par exemple, n'ont pas su éliminer ou modifier à temps des activités à faible rentabilité qui ont pesé sur le chiffre d'affaires de leurs activités principales, comme ce fut le cas chez IBM. La société n'a pas cherché à se développer dans la micro-informatique, de peur que cette diversification ne grève la rentabilité de son activité « grands systèmes ».

Dans le même esprit, Bausch & Lomb a manqué une opportunité en retardant le lancement de la lentille de contact jetable, de crainte probablement que l'introduction de ce produit sur le marché n'ait des conséquences néfastes sur ses activités existantes dans les lentilles et les solutions oculaires. Ce retard a été exploité par Johnson & Johnson qui a pénétré le premier le marché de la lentille jetable et lui a ravi d'importantes parts de marché.

Pour déterminer la stratégie la plus porteuse de valeur pour l'actionnaire, il est indispensable de comprendre les implications financières de l'inaction, de la temporisation ou de l'introduction progressive du changement. Le Système Dupont et la méthode des cash-flows actualisés permettent d'intégrer les aspects stratégiques et financiers pour déterminer les modalités et les motivations du changement.

Une intégration efficace

Ce n'est que lorsque stratégie et finance sont intégrées que les dirigeants d'entreprise peuvent éviter les embûches associées aux deux et prendre des décisions efficaces.

Il faut recourir à des concepts stratégiques pour comprendre comment les cash-flows sont générés. Dans quel environnement concurrentiel la société opère-t-elle ? Dans quelle mesure les stratégies et les projets auront-ils un impact sur le chiffre d'affaires ou les coûts ? Quelles décisions le marché prendra-t-il en réponse aux changements apportés par une société à ses produits, à ses prix ou à d'autres facteurs concurrentiels ? Comment l'entreprise peut-elle minimiser ses coûts de production tout en améliorant au maximum la qualité de ses produits ?

Ce que l'on reproche souvent à la méthode qui consiste à évaluer les cash-flows à partir des idées un peu floues sur lesquelles repose la stratégie, c'est le degré d'imprécision du résultat. Cependant, plutôt que d'être un argument contre toute tentative d'évaluation des cash-flows, ce degré d'imprécision est une raison de plus de procéder à une analyse de scénario et de sensibilité.

Nul ne peut prévoir de quoi l'avenir sera fait, mais l'on peut éliminer de l'analyse incohérences et contradictions. Un chef d'entreprise peut estimer que les coûts vont progresser de 6 % par an et le chiffre d'affaires de 15 %, d'où une croissance du cash-flow net de 9 % par an. Or, en y regardant de plus près, l'impact des impôts et des coûts irrécupérables pourrait limiter la croissance du cash-flow à 7 % par an.

De plus, la détermination des éléments quantitatifs de l'analyse stratégique doit aider les chefs d'entreprise à mieux comprendre comment les stratégies créent de la valeur pour les actionnaires. On peut ainsi déterminer dans quelle mesure une augmentation de la valeur de l'entreprise est due à une augmentation de ses parts de marché ou à une diminution des coûts, et comment la réaction des concurrents influe sur la création de valeur. Seule la quantification permet d'appréhender l'importance relative de chaque facteur et de déterminer le temps et les efforts que les responsables doivent leur consacrer.

Intégrer la stratégie à la finance permet donc de compenser les faiblesses de cette dernière, en déterminant avec une certaine précision l'origine des cash-flows futurs. Les chefs d'entreprise peuvent ainsi cerner le processus de création de valeur et évaluer la pérennité de la situation.

La quantification permet également de pallier un point faible de la stratégie en rendant possible le choix : en conjuguant finance et stratégie, on peut se faire une idée des stratégies les plus susceptibles de créer de la valeur pour l'actionnaire. Les deux méthodes sont complémentaires dans leur approche, plutôt que concurrentes.

Emerson Electric, fabricant américain de produits industriels à faible contenu technologique (moteurs électriques et compresseurs) a réussi à créer de la valeur pour ses actionnaires. Ses produits se caractérisent par leur performance, leur faible coût et leur fiabilité. La société peut se targuer de 40 années de croissance bénéficiaire et, la plupart du temps, de résultats au moins égaux au coût d'opportunité du capital. Elle a su créer beaucoup de valeur pour l'actionnaire.

Selon nous, le succès d'Emerson est dû à l'intégration systématique de la stratégie et de la finance dans toutes les décisions importantes de l'entreprise. La « chance » d'une société ne pourrait durer 40 ans, surtout dans les secteurs d'activité cycliques, concurrentiels et à faible contenu technologique où opère Emerson. La société a mis en place un système prévisionnel très perfectionné : chaque branche d'activité doit élaborer un plan détaillé à cinq ans comportant des prévisions de résultats financiers, avec argumentaire à l'appui. Les responsables de ces branches d'activité ont recours au système Dupont pour dresser leurs prévisions. Les cadres chargés de l'élaboration des plans prévisionnels par division doivent répondre à des questionnaires très détaillés. Ils doivent montrer qu'ils savent parfaitement comment leur plan sera mis en œuvre et pouvoir justifier leurs prévisions financières, en termes de stratégies commerciale et opérationnelle. Voilà comment s'explique la réussite d'Emerson pendant de nombreux cycles d'activité consécutifs. Ayant compris comment la richesse est créée par l'intégration des stratégies de gestion et financières, la société a assuré sa rentabilité à long terme.

Les dirigeants d'entreprise qui se contentent de se laisser porter par la vague s'exposent dangereusement. Les plus sagaces d'entre eux ne sont pas nécessairement en mesure de prévoir à quel moment la vague atteindra son sommet ou se brisera. Pour éviter de mettre en péril leur entreprise et lui assurer une rentabilité durable, il n'existe qu'un seul moyen : comprendre parfaitement le processus de création de valeur, et donc intégrer étroitement, par une politique volontariste, stratégie et finance.●

Résumé

Il existe une relation cruciale entre stratégie et finance. Selon les auteurs de cet article, c'est uniquement en intégrant les deux que les chefs d'entreprise pourront éviter les écueils propres à chacun de ces paramètres et prendre des décisions efficaces. Les auteurs proposent une démarche en 4 étapes : se fixer comme objectif la création de valeur pour les actionnaires ; utiliser des méthodes appropriées comme le « Système Dupont » (qui repose sur un compromis entre marge et chiffre d'affaires) ou l'actualisation du cash-flow ; intégrer les stratégies marketing et d'exploitation aux aspects financiers afin de faire ressortir les implications financières des stratégies non financières ; enfin, ne pas oublier qu'une stratégie dont le rendement est supérieur au coût d'opportunité du capital dans telles ou telles circonstances peut ne pas avoir la même rentabilité au gré de l'évolution de divers paramètres : clients, concurrence, technologie et conjoncture économique.

L'Art de la Finance

Si vous souhaitez recevoir la collection complète de l'Art de la Finance (12 numéros par collection), merci de remplir le coupon ci-dessous, ou sa photocopie, et de le retourner, **accompagné impérativement de votre règlement par chèque à l'ordre des Echos, à l'adresse suivante** :

Les Echos - Service Abonnements, B 500, 60732 Sainte-Geneviève Cedex

Les numéros déjà parus vous seront envoyés à réception de votre **commande réglée.**
Ensuite vous recevrez vos numéros **chaque semaine**, et ce jusqu'au numéro 12.
Nombre total de collections demandées : ..... x 120 F TTC, soit .....
Je désire une facture acquittée ❒
NOM : ..... Prénom : .....
Adresse d'expédition : .....
.....
.....
Code postal : ..... Ville : .....
Téléphone : .....

- ATTENTION Date limite de commande : 26 juin 1998 -

Prévoir l'évolution des taux courts

Prédire l'évolution des taux courts constitue un exercice difficile. Leur variation tend à se rapprocher de la moyenne, mais cette dernière fluctue et les taux sont volatils. L'effet Fischer ne semble se vérifier que sur le long terme.

Walter N. Torous

Walter N. Torous occupe la chaire de finance de la Corporation of London à la London Business School. Il a réalisé de nombreuses études sur la détermination du prix des options et la volatilité du marché des actions, du marché obligataire et du marché des instruments à terme.

WALTER N. TOROUS

Toute une gamme de taux d'intérêt est proposée sur les marchés du crédit. Par exemple, les taux varient en fonction de la durée du prêt (taux à court terme et à long terme), de la solvabilité de l'emprunteur (taux pour les placements sans risque et à risque) et du régime fiscal applicable aux intérêts (taux des emprunts municipaux américains, taux des emprunts émis par des entreprises privées).

Cet article est consacré au comportement des taux d'intérêt à court terme, à savoir, les taux proposés pour des placements dont l'échéance est inférieure à un an. En outre, nous nous limiterons aux taux applicables aux placements à court terme sans risque (les bons du Trésor américains) ou que le marché considère comme comportant un risque minime (prêts interbancaires sur le marché de Londres).

Dans la figure 1, la courbe blanche représente le comportement dans le temps du taux des bons du Trésor américain à 3 mois, relevé trimestriellement sur la période 1964-1990.

Les taux d'intérêt des placements sans risque sont importants non seulement parce que les titres sous-jacents sont très activement négociés, mais également en raison de leur influence sur les taux d'intérêt attachés à de nombreux autres instruments, tels que les crédits hypothécaires à taux variable et les instruments de taux dérivés.

Comme pour de nombreuses autres variables économiques, le comportement des taux d'intérêt à court terme est caractérisé par « la tendance des variations à se rapprocher de la moyenne », c'est-à-dire par l'existence d'un niveau moyen agissant comme un aimant sur les taux courts. Lorsqu'un choc économique imprévu fait grimper les taux d'intérêt au-dessus de leur niveau moyen, l'affaiblissement de la demande de crédit qui en résultera fera redescendre les taux. Comme le démontre la figure 1, les taux courts très élevés qui caractérisaient les marchés du crédit du début des années 80 ont cédé la place à des taux plus raisonnables vers le milieu de la décennie. Inversement, lorsqu'un taux tombe en dessous de son niveau moyen, il en résulte un accroissement de la demande de crédit qui le fait remonter.

Si les taux ne se comportaient pas de la sorte, les taux courts évolueraient sans limite. Ainsi, il est important de déterminer la vitesse avec laquelle un taux d'intérêt retrouvera son niveau moyen. Par exemple, un comportement de retour rapide vers la moyenne signifie qu'en cas de choc économique, les taux reviendront plus vite à leur niveau moyen. Il s'ensuit que si la vitesse d'ajustement est systématiquement sous ou sur-évaluée, les prévisions concernant l'évolution future des taux seront systématiquement erronées et il en sera de même pour la détermination du prix des instruments dérivés de taux. En effet, la valorisation des instruments dérivés dépend en général de l'estimation de la vitesse avec laquelle les taux d'intérêt retrouveront leur niveau moyen.

Cet argument repose sur l'hypothèse que le niveau moyen des taux reste constant. Toutefois, certains points laissent à penser que le niveau moyen des taux évolue avec le temps, ce qui rend encore plus difficile l'élaboration de prévisions concernant leur niveau futur.

L'établissement de prévisions concernant le comportement des taux courts est également compliqué par la volatilité des taux. En d'autres termes, il existe toujours des incertitudes quant à l'ampleur de la fluctuation des taux d'un moment à un autre. Les taux courts sont nettement plus volatils que les taux longs. La détermination du prix des instruments dérivés de taux − comme tout autre instrument dérivé − dépend dans une très grande mesure de la modélisation correcte de cette volatilité. Ainsi, la perte de 50 millions de livres subie par NatWest Markets sur le marché des options de taux d'intérêt au début de l'année 1997 a été largement imputée à la mauvaise évaluation de la volatilité des taux courts.

Le degré d'incertitude relatif à l'évolution des taux courts varie avec le temps et leur volatilité semble varier en fonction du niveau des taux. Par exemple, la figure 1 montre que le comportement des taux courts au début des années 80 était non seulement caractérisé par un niveau très élevé mais aussi par une extrême volatilité. Or, vers la fin de la décennie, les taux étaient relativement faibles mais ils continuaient d'être très volatils.

Inutile de dire que les études démontrent que la volatilité des taux est elle-même volatile. Là encore, cependant, nous assistons au phénomène de retour vers la moyenne, de sorte que les périodes de volatilité extrême sont généralement suivies de périodes de relative stabilité et vice-versa.

La volatilité des taux d'intérêt est très différente de celle des cours boursiers. En effet, les changements au niveau de la volatilité des taux ne semblent pas dépendre de l'évolution des taux eux-mêmes, puisqu'elle peut tout aussi bien augmenter à la suite d'un relèvement des taux inattendu annoncé par la banque centrale qu'après une baisse imprévue. Ce comportement est à l'opposé de ce qui se passe sur les marchés boursiers, où il existe une corrélation négative entre l'évolution de la volatilité et celle des cours. Dans ce contexte en effet, la hausse de la volatilité est généralement associée à une baisse des cours, comme en témoigne la remontée rapide de la volatilité des cours après le krach boursier d'octobre 1987.

Les événements macroéconomiques, tels que l'annonce d'une balance des paiements meilleure que prévu, peuvent également conduire à une augmentation de la volatilité des taux courts, bien que de telles augmentations soient de nature transitoire et que leur impact soit rapidement atténué. Là encore, nous sommes à l'opposé de ce qui se passe pour les cours boursiers, pour lesquels la volatilité a tendance à s'inscrire sur la durée.

Le comportement des taux courts est aussi influencé par les perspectives en matière d'inflation. L'érosion monétaire a pour effet de redistribuer le pouvoir d'achat entre l'emprunteur et le prêteur. Ainsi, l'inflation réduit le pouvoir d'achat de l'argent et est donc favorable à l'emprunteur qui s'engage à verser des intérêts d'un montant fixe.

Dans la mesure où une montée de l'inflation est attendue, l'emprunteur et le prêteur peuvent anticiper la redistribution du pouvoir d'achat qui en résultera, en modifiant le taux d'intérêt dû sur le prêt. Ainsi, lorsque les prévisions font état d'une hausse de l'inflation, le prêteur exigera un taux d'intérêt nominal plus élevé afin de couvrir la dégradation prévue de son pouvoir d'achat provoquée par l'inflation.

Selon « l'effet Fisher », du nom de l'économiste américain Irving Fisher, l'emprunteur et le prêteur peuvent protéger le taux d'intérêt réel encaissé sur un prêt − à savoir, le prix qui tient compte de l'équilibre entre l'offre et la demande de capitaux − des effets d'une hausse attendue de l'inflation en faisant évoluer le taux nominal en fonction de l'inflation.

Il convient d'appliquer la formule suivante :

$$r = \rho + \pi$$

où r représente le taux d'intérêt nominal à court terme, ρ le taux d'intérêt réel correspondant et π le taux d'inflation attendu sur la durée du prêt.

En retenant les taux d'intérêt nominaux à 3 mois représentés par la courbe blanche de la figure 1, la courbe noire présente les taux réels correspondants obtenus en déduisant le taux d'inflation prévisionnel à 3 mois des taux nominaux. Les prévisions d'inflation sont basées sur un modèle statistique fondé sur des séries de temps utilisant uniquement les informations disponibles lors de l'établissement des prévisions.

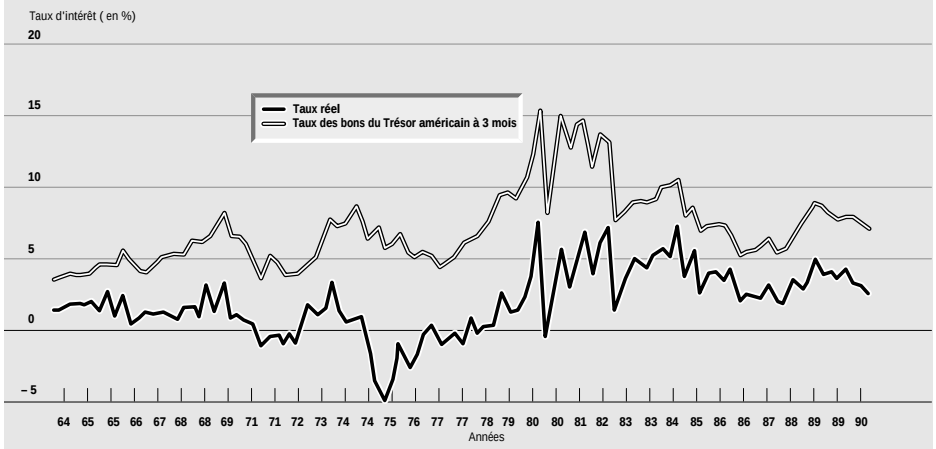
Le constat le plus important concernant le comportement des taux réels à court terme estimés est qu'ils ont été négatifs pendant de longues périodes au cours des années 70.

L'effet Fisher signifie que l'évolution des taux nominaux à court terme traduit les fluctuations attendues du taux d'inflation. Or, si tel est le cas, il devrait être possible de déterminer les taux d'inflation futurs en étudiant les taux d'intérêt nominaux.

Dans le cadre d'études empiriques de l'effet Fisher, des tests ont été réalisés en vue d'identifier une corrélation significative entre le niveau des taux nominaux et le niveau futur du taux d'inflation. Il s'agissait de déterminer la pertinence, sur le plan statistique, du coefficient de la courbe β dans la régression linéaire suivante :

$$\pi_t = \alpha + \beta r_t + \epsilon_t$$

Le comportement des taux courts américains sur le long terme — Figure 1



La Réserve Fédérale américaine : les taux courts constituent un moyen peu fiable de prédire l'évolution du taux d'inflation. Certains experts estiment que la corrélation n'est qu'apparente et qu'il n'y a pas d'effet Fisher à court terme.

© Giordano/SABA-REA

Résumé

L'auteur de cet article analyse le comportement des taux d'intérêt à court terme, à savoir les taux proposés pour les placements dont l'échéance est inférieure à un an. Les taux d'intérêt des placements à court terme sans risque sont importants non seulement parce que les titres sous-jacents sont très activement négociés, mais également en raison de leur influence déterminante sur les taux appliqués à de nombreux autres instruments, tels que les crédits hypothécaires à taux variable et les produits dérivés de taux.

Comme pour d'autres variables économiques, la tendance des variations de taux est à se rapprocher de la moyenne. Il semblerait que la moyenne évolue avec le temps et qu'il faille lui associer la volatilité pour déterminer l'évolution probable des taux courts, ce qui rend la tâche encore plus délicate. Cette volatilité est très différente de celle des cours boursiers.

L'auteur étudie, enfin, « l'effet Fisher » selon lequel l'évolution des taux d'intérêt nominaux à court terme permet de prévoir l'évolution du taux d'inflation.

où π_t est le taux d'inflation futur à 3 mois déterminé à partir du début du trimestre t, et r_t au taux nominal d'intérêt à 3 mois fixé au début du trimestre t.

Si nous retenons comme hypothèse que l'être humain est capable d'établir des prévisions de façon rationnelle − de sorte que les différences entre le taux d'inflation réel et le taux attendu sont le fait du hasard −, la régression permet également de vérifier la corrélation entre les taux d'intérêt nominaux et le taux d'inflation prévu.

En mesurant l'inflation par rapport à l'évolution trimestrielle de l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis et les taux courts nominaux par rapport aux taux des bons du Trésor américain à 3 mois repris dans la figure 1, l'analyse de la régression produit les résultats suivants pour la totalité de notre échantillon, ainsi que pour deux sous-échantillons :

Période couverte par l'échantillon	Coefficient β	Statistique t	R^2
1960 : I -1990 : IV	0,506	4,02	23 %
1960 : I -1979 : III	1,572	16,02	78 %
1982 : IV -1990 : IV	– 0,053	0,82	1 %

Dans le tableau ci-dessus, la statistique R^2 permet de mesurer le pourcentage de variabilité des taux d'inflation à court terme réels par le biais de l'équation de régression.

Il est surtout intéressant de remarquer le manque de cohérence de ces résultats. En effet, l'effet Fisher semble caractériser les données américaines jusqu'en octobre 1979, date à laquelle la Réserve fédérale a changé de politique.

Il est à noter que pour le sous-échantillon présenté, les taux nominaux à court terme permettent d'expliquer environ 80 % de la variabilité observée au niveau des taux d'inflation à court terme réels. En revanche, le niveau des taux courts ne fournit pas d'indication quant à l'évolution à court terme du taux d'inflation aux Etats-Unis depuis la fin de l'expérience menée par la Réserve fédérale en 1982. En outre, cet effet Fisher de courte durée ne semble pas caractériser de façon empirique les données des autres pays depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

Pourquoi les taux courts constituent-ils un moyen aussi peu fiable de prédire l'évolution du taux d'inflation ? Certains experts estiment que la corrélation n'est qu'apparente et qu'il n'y a pas d'effet Fisher à court terme, mais il semblerait plutôt que ce dernier joue à long terme et que l'évolution des taux d'intérêt laisse présager celle du taux d'inflation à plus long terme. ●

Marchés des capitaux : leçons d'accidents spectaculaires

Les accidents qui se produisent sur les marchés des capitaux résultent souvent de la matérialisation de risques opérationnels. Analyse et leçons.

Bernard Nivollet

Bernard Nivollet, normalien, agrégé, docteur d'Etat ès sciences économiques, est directeur national Banque & Finance chez Ernst & Young, membre du comité exécutif d'Ernst & Young international Banque & finance et dirige le Ernst & Young European Risk Management Network. Il a plus de 20 ans d'expérience de la finance internationale, dont 6 aux Etats-Unis (au FMI) et 8 au titre de dirigeant d'une banque d'investissement française.

BERNARD NIVOLLET

Le présent article présente les principales conclusions d'une étude menée par Ernst & Young concernant une vingtaine « d'accidents » sur les marchés de capitaux au cours des 10 dernières années (1). Par accident on entend ici une perte significative ayant fait l'objet d'une large publicité dans les milieux financiers et les médias, pouvant induire une perte de substance majeure de l'entité victime des faits, ou encore le risque d'une importante dégradation d'image ou de réputation. Le compte exact des pertes liées à ces faits n'étant pas l'objet de l'étude, les chiffres mentionnés constituent des ordres de grandeur estimés à partir d'informations publiées dans la presse spécialisée à l'époque des faits. L'analyse de ces événements permet de dresser une typologie des causes et formes d'accidents financiers.

Le diagnostic

La plupart des accidents examinés ont pour origine la matérialisation de facteurs de risque qu'on peut départager selon les classifications du tableau 2 ci-dessous.

On distingue 3 types de facteurs :

● **les facteurs « exogènes »** : ils constituent la matérialisation d'un risque (prévu ou imprévu) ou d'une fraude. Ce sont là des facteurs qui ne donnent pas d'indication réelle sur le degré de maîtrise des risques par un établissement.

● **les facteurs « endogènes » de premier ordre** : il s'agit de l'ensemble de facteurs permissifs qui ne provoque pas une réaction de contrôle appropriée par un établissement en présence de chocs exogènes. Ces facteurs reflètent une déficience dans la gestion des risques, qui font précisément l'objet des réglementations sur le contrôle interne.

● **les facteurs endogènes de deuxième ordre** : ce sont ceux qui amplifient une situation de risque et la transforment en accident majeur. Ces facteurs révèlent une absence de culture de gestion de risque au sein d'un établissement, qui est la cause majeure d'accidents spectaculaires.

Une analogie avec les accidents de la route permet de mieux percevoir le sens de ces distinctions. Prenons l'exemple d'un accident provoqué par l'irruption d'un chien sur une route. On aura la décomposition suivante :

− facteur exogène : l'apparition du chien ;

− facteur endogène de premier ordre : mauvaise visibilité, pas d'ABS ;

− facteurs endogènes de deuxième ordre : conducteur en état d'ébriété et roulant à grande vitesse.

L'examen de ce tableau met en évidence le fait qu'il est impossible d'attribuer l'origine d'un accident à un facteur unique. Les résultats détaillés de l'étude, brièvement résumés dans le tableau 2, montrent que les mêmes scénarios se répètent et que plusieurs causes doivent se conjuguer pour qu'un choc exogène provoque un accident grave.

Certains facteurs apparaissent avec de fortes occurrences. Ainsi, dans plus des deux tiers des accidents observés, les structures ont été victimes de faiblesses techniques et de leur politique interne de gestion des risques. Dans 86 % des cas les outils et contrôles ont été défaillants et insuffisants pour gérer le flux et la complexité des opérations réalisées, de même que, dans 81 % des accidents, il existe un manque apparent de communication entre les opérateurs et les « risk managers ». Le système de mesure des performances (54 %) et le système de rémunération (50 %) sont des sources d'incitations parmi les plus importantes de l'amplification des chocs et leur transformation en accidents.

En résumé, on trouve dans tout accident au moins 4 des facteurs suivants :

− la règle de séparation des pouvoirs entre opérationnels et contrôle n'était pas respectée ;

− le senior management ne comprenait pas les risques des opérations traitées ;

− le senior management n'était pas convenablement informé des risques potentiels et réels des opérations traitées ;

− le niveau des risques portés était incompatible avec la capacité de l'établissement à les absorber ;

− personne n'avait de vision globale des risques totaux et individuels ;

− le risque des opérations n'était pas mesuré ou pas consolidé ;

− il n'y avait pas de scénario catastrophe préétabli et/ou pas de stratégie de repli associée à la matérialisation des facteurs de risque ;

− l'établissement pouvait avoir des procédures de risque, mais pas de culture de risque leur donnant l'importance requise ;

− les risques n'étaient pas hiérachisés ;

− le système de mesure de la performance ne prenait pas en compte les risques associés ;

− le système de rémunération en place était du type « TMR » (« take the money and run »);

− la peur de la sanction en cas de réalisation de perte était supérieure à la peur de celle en cas de mise en évidence d'un risque délibérément masqué par l'opérateur.

Principales leçons

La principale leçon tirée de l'étude est que l'ampleur des accidents examinés est expliquée par la matérialisation d'une série de risques opérationnels (et non d'un seul) plutôt que par la matérialisation de risques de marché (chocs exogènes sur les prix des actifs). On retiendra par ailleurs 4 leçons subsidiaires, qui devraient servir de référence à l'élaboration des politiques internes de gestion des risques.

● **Leçon 1 :** *il faut multiplier les points de contrôle et de rétroaction.* Un accident n'a jamais une cause unique. Un phénomène souvent d'origine aléatoire (erreur de traitement, choc sur les marchés) est amplifié par des facteurs permissifs ou aggravant en l'absence desquels les conséquences des chocs seraient maîtrisables.

● **Leçon 2** : *il faut se soumettre à la discipline de rapprocher les performances et les risques associés,* que ces risques soient mesurables ou pas. Le « syndrome du joueur » est un facteur amplificateur de la gravité des accidents dans de nombreux cas examinés. Il peut prendre plusieurs formes : autonomie laissée à un trader « star » jusqu'à la complicité de fait de la direction générale, soit avant l'accident, soit pour s'en dissimuler les conséquences ou par volonté de « se refaire », en passant par un système de rémunération incitant à prendre des risques.

● **Leçon 3** : *il faut mettre en place des contrôles de routine de premier niveau.* Avec l'infrastructure de contrôles et de flux d'information qui irrigue l'entreprise en continu, ils feront obstacle à l'épanouissement du syndrome du joueur.

● **Leçon 4** : *il n'y a pas d'arme absolue contre la diffusion des ondes de chocs exogènes au sein d'un établissement ;* la seule prévention efficace contre des accidents graves est la prégnance d'une culture de risque au sein des établissements. On sera, en effet, toujours confronté au risque de se prémunir contre des événements identifiés dans le passé. Pour lutter contre ce « syndrome de la ligne Maginot » face à des situations imprévues, l'arme la plus efficace résulte d'un ensemble de facteurs qui doivent fonctionner simultanément :

− une bonne compréhension, par les dirigeants et autres responsables, de la nature et de l'ampleur des risques inhérents à leur business et la mise au point de scénarios catastrophe associés, que ceux-ci soient quantitatifs ou qualitatifs ;

− une sélection des risques portés en accord avec le core business de l'entité et la définition d'une politique claire de transfert ou de couverture des autres risques ;

− la hiérarchisation des risques acceptés et des niveaux de gestion et de contrôle associés ;

− l'information systématique et la communication sur les risques à tous les échelons ;

− une politique de sanction sans complaisance (explicitée et mise en œuvre) du mensonge par action ou par omission et supérieure à la sanction des erreurs de gestion ou d'exécution elle-même ; cette politique doit être couplée à une incitation (par symbiose culturelle) à la transparence.

Les cas recensés dans cette étude ne représentent sans doute qu'une infime partie des problèmes survenus sur les marchés de capitaux au cours de la période étudiée. Sur la base de ces exemples, on peut, en tout cas, affirmer que pratiquement aucun des accidents recensés n'a été dû à la matérialisation de risques identifiés comme tels et pris consciemment par les dirigeants des firmes concernées. Cela ne signifie nullement que les accidents eux-mêmes auraient pu être évités. Mais il n'en reste pas moins que, faute de réactions appropriées, leur ampleur fut souvent sans aucune mesure avec la puissance des chocs initiaux qui les avaient provoqués. ●

(1) Etude réalisée avec l'assistance de Raphaëlle Boullot.

Résumé

Les accidents spectaculaires sur les marchés des capitaux recensés dans cette étude montrent que ces accidents ne sont jamais la conséquence d'un facteur unique et qu'ils résultent plutôt de la matérialisation de risques opérationnels que de risques de marché. Par ailleurs, l'ampleur de ces accidents fut sans commune mesure avec la taille des chocs initiaux qui les ont provoqués.

Liste des accidents sur les marchés de capitaux inclus dans l'étude *Tableau 1*

Année	Société	Transaction	Montant mentionné dans la presse
1987	Cogema/Société d'Arbitrage	Matif	259 millions de francs
1987	Drexel Burnham Lambert	Junk Bonds	650 millions de dollars
1987	Kidder Peabody		100 millions de dollars
1987	Salomon Brothers		amende de 290 millions de dollars
1987	Volkswagen		1,5 milliard de dollars
1991	BCCI		plusieurs milliards de francs
1993	Fidelity	Fonds	
1993	Koshima oil	Contrat pétrole	1,5 milliard de dollars
1993	Metallgesellschaft	Contrat pétrole	1,4 milliard de dollars
1994	Hedge Fund Quantum		600 millions de dollars
1994	Japan Airlines	Change dollar/yen	9 milliards de francs
1994	Orange County/Merrill Lynch		2 milliards de dollars
1994	Pechiney	Contrat pétrole	100 millions de dollars
1994	Procter & Gamble/Bankers Trust	Swaps complexes	195 millions de dollars
1995	Barings	Option Nikkey	860 millions de livres
1995	Daiwa Bank	Obligations américaines	1,1 milliard de dollars
1995	Seita	Swap, options sur indices	300 millions de francs
1996	Ben Bush Investment Management		450.000 dollars
1996	Fleming	Fraude de 20 millions de livres	700.000 livres d'amende - 12,4 millions de livres de remboursement à payer aux clients
1996	Kreditni Banka		2,25 milliards de francs
1996	Morgan Grenfell Asset Management	Actions litigieuses détenues par les fonds	1,6 milliard de francs
1996	Salomon Brothers (Seita)	Swap	30 millions de dollars
1996	Standard Chartered	Option Nikkei	45 millions de francs
1996	Sumitomo	Contrat cuivre	1,8 milliard de dollars
1996	Theta Group LLC	Fonds	70 % de la valeur du fonds

Source : Ernst & Young.

Facteurs d'accidents sur les marchés de capitaux *Tableau 2*

Facteurs exogènes	Fréquence
Matérialisation d'un risque prévisible (statistique)	54 %
Fraude	59 %
Erreur matérielle	27 %
Concrétisation d'un scénario catastrophe	40 %

Facteurs endogènes de premier ordre	Fréquence
Contrôle insuffisant : − niveau société mère − niveau filiale	63 %
Pas de politique de risque	31 %
Outils insuffisants par rapport aux opérations (modèles, conservateurs, reporting)	86 %
Management des risques insuffisant	50 %
Absence de communication au niveau des risques (board/trader)	81 %

Facteurs endogènes de deuxième ordre	Fréquence
Système de rémunération incitatif à la prise de risque	50 %
Syndrome du joueur volonté de « se refaire »	22 %
Laxisme, complicité d'au moins un dirigeant	27 %
Peur de la sanction des erreurs supérieure à la peur de la sanction du mensonge	36 %
Système de mesure des performances ignorant les risques associés	54 %
Pas de culture de risque	54 %
Culture de Star System	36 %

Source : Ernst & Young.

Carte Corporate American Express
Service Voyages d'Affaires

À vous de jouer.

Pour découvrir comment la Carte Corporate American Express et le Service Voyages d'Affaires Havas Voyages American Express peuvent vous aider à prendre des décisions, vous avez la clé :

appelez dès aujourd'hui le 01 47 77 78 74.

Mct Lant Communication - Havas Voyages American Express - LI 092 98 0005 - American Express Carte France.

Maîtriser ses frais professionnels pour les réduire.