

Les évolutions structurelles des marchés de change

La dernière enquête triennale, réalisée en avril 2001, sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI), a mis en évidence une réduction significative des volumes d'activité sur les marchés de change (- 14 % par rapport à 1998, à taux de change constants). Elle a, en outre, révélé une chute particulièrement marquée de l'activité interbancaire et un recul à peine moins important des transactions entre banques et clientèle non financière. Les opérations entre banques et clientèle financière (compagnies d'assurance, fonds de pension, sociétés de gestion de portefeuille) sont restées, en revanche, sur une tendance ascendante.

Afin de mieux cerner l'origine de ces évolutions, qui n'apparaissent pas être purement conjoncturelles, plusieurs banques centrales nationales du Système européen de banques centrales (SEBC) — dont la Banque de France — ont rencontré des intervenants du marché (responsables de salle de marché de banques commerciales, trésoriers d'entreprises, gestionnaires de portefeuilles). La Banque centrale européenne (BCE) devrait publier prochainement l'étude qui a été tirée, entre autres sources, de ces entretiens. En s'appuyant plus particulièrement sur les informations recueillies auprès de banques et de sociétés françaises, cet article s'efforce de faire ressortir, de façon très synthétique, les grandes évolutions structurelles sur les marchés de change.

Il s'avère que le processus de concentration et de rationalisation des activités de marché, dans le secteur bancaire comme dans le secteur non financier, la polarisation de l'activité autour d'un nombre réduit de devises, la montée en régime des systèmes électroniques de trading et l'internationalisation croissante des portefeuilles ont constitué autant de facteurs profondément structurants pour les marchés de change, à l'origine de la plupart des mutations mises en lumière et quantifiées par la dernière enquête change/devises de la BRI. Au total, les marchés de change semblent avoir évolué d'un modèle de marché de gré-à-gré animé par des banques teneuses de marché vers un marché au fonctionnement plus proche de celui d'une bourse électronique, d'une structure très atomisée vers une plus grande concentration et une polarisation croissante autour de quelques devises. Dans les prochaines années, ces évolutions iront, selon toute vraisemblance, en s'accroissant, sous l'effet de l'approfondissement du processus de concentration dans l'industrie bancaire, de la pénétration croissante du trading électronique dans les relations banques-clients et de facteurs nouveaux comme l'élargissement de l'Union monétaire européenne ou le développement de CLS (Continuous Linked Settlement), système sécurisé (« paiement contre paiement ») de règlement des opérations de change.

Loin donc de traduire une crise ou l'essoufflement d'un produit arrivant à maturité, la baisse du volume des échanges reflète fondamentalement une organisation plus efficace et plus transparente des marchés de change.

Bruno ESTECAHANDY
 Direction des Opérations de marché
 Service de Suivi et d'animation des marchés

1. Les évolutions structurelles des marchés de change : les grandes tendances mises en évidence par les enquêtes triennales de la BRI

Depuis 1986, sous l'égide de la BRI et avec la participation d'un nombre croissant de banques centrales, est réalisée sur une base triennale une collecte de données relatives à l'activité sur les marchés de change.

La dernière enquête de ce type a porté sur le mois d'avril 2001. Ses résultats, après travaux d'agrégation et de retraitement statistiques, ont été diffusés en mars 2002. Elle constitue, sans conteste, la source d'informations quantitative la plus complète et la plus fiable disponible actuellement sur les marchés de change.

1.1. Une baisse du volume global d'activité mais des reculs contrastés selon les produits

Volume d'affaires global sur les marchés de change

Moyenne quotidienne en avril 2001

(en milliards de dollars, variation en %)

| | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 | 2001 | Variation (2001/1998) |
|----------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|
| Change au comptant | 317 | 394 | 494 | 568 | 387 | - 32 |
| Terme sec | 27 | 58 | 97 | 128 | 131 | 2 |
| Swaps de change | 190 | 324 | 546 | 734 | 656 | - 11 |
| Commissions estimées | 56 | 44 | 53 | 60 | 26 | - 57 |
| Total | 590 | 820 | 1 190 | 1 490 | 1 200 | - 19 |
| Swaps de devises | nd | nd | 4 | 10 | 7 | - 30 |
| Options | nd | nd | 41 | 87 | 60 | - 31 |

nd : non disponible

Source : BRI

Pour la première fois dans l'histoire de cet exercice, l'enquête de 2001 a révélé une baisse du volume d'activité sur les marchés de change. Après les fortes progressions enregistrées sur les périodes 1989-1992 (39 %), 1992-1995 (45 %) et 1995-1998 (23 %), le chiffre d'affaires mondial de l'activité de change a fléchi de 19 % (14 % en taux de change constant) sur la période 1998-2001.

Cette évolution globale du volume d'activité masque cependant des évolutions assez contrastées selon les produits :

- le change au comptant a subi le recul le plus marqué, avec une baisse de 32 % ;
- le change à terme (*swaps* de change et « terme sec ») a fléchi de seulement 9 %, témoignant d'une meilleure résistance ;
- de façon plus inattendue, les options de change, compartiment le plus actif des dérivés de change, ont diminué de 31 % en volume, alors qu'elles avaient connu une forte croissance pendant la période précédente.

1.2. Un repli marqué de l'activité interbancaire et de celle des sociétés non-financières

Volume d'activité change par catégorie d'intervenants

Moyenne quotidienne en avril 2001

(en milliards de dollars, variation en %)

| | 1992 | 1995 | 1998 | 2001 | Variation (2001/1998) |
|----------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|
| Banques | 540 | 729 | 908 | 689 | - 24 |
| Autres agences financières | 97 | 230 | 279 | 329 | 18 |
| Agences non financières | 137 | 178 | 242 | 156 | - 36 |
| Total | 774 | 1 137 | 1 429 | 1 174 | - 18 |
| Local | 346 | 526 | 657 | 499 | - 24 |
| Transfrontière | 428 | 611 | 772 | 674 | - 13 |

Source : BRI

Les évolutions ont été également très différenciées selon les types d'intervenants. Ainsi, l'activité entre banques et clientèle non financière (les sociétés du secteur manufacturier ou les services non financiers) a chuté de 36 %, tandis que l'activité interbancaire elle-même se contractait de 24 %. En revanche, les transactions entre banques et clients du secteur financier (compagnies d'assurance, gestion de toute sorte y compris *hedge funds*) ont augmenté de 18 % entre 1998 et 2001.

1.3. Une assez grande stabilité en ce qui concerne le poids relatif des différentes places financières

Le poids respectif des différents centres financiers est resté assez stable, la contraction globale de l'activité ne s'étant pas accompagnée d'une modification d'ampleur de leur contribution respective : ainsi, Londres, New-York et Tokyo ont consolidé leurs premières places. Néanmoins, on constate que plusieurs places de la zone euro subissaient un recul notable de leurs parts de marché, tandis que quelques places comme le Canada et la Suède gagnaient un peu de terrain.

Au total, le panorama retracé par la dernière enquête triennale de la BRI peut se résumer comme suit : des volumes globalement en baisse sensible, en particulier sur le change au comptant, un dégonflement marqué des échanges interbancaires, une chute de l'activité des sociétés non financières que la progression, pourtant remarquable, de l'activité change des gestionnaires de fonds ne suffit pas à compenser.

2. Les évolutions récentes du marché : identification des forces structurantes

Si la BRI fournit, à travers son enquête triennale, un matériau brut irremplaçable, elle ne donne pas toutes les clés d'interprétation des évolutions constatées. Les informations recensées ont donc dû être complétées, selon une approche plus qualitative, par des entretiens avec les principaux acteurs du marché.

La plupart des facteurs qui sous-tendent les évolutions mises en lumière par l'enquête BRI 2001 sont bien connus des participants du marché. Les analyses conduites, notamment dans le cadre de la BRI et du SEBC, ont permis d'affiner le diagnostic. On peut ainsi expliquer les évolutions, constatées ou en cours, par le jeu de plusieurs facteurs « structurants », à savoir le processus de concentration et de rationalisation, dans le secteur bancaire comme dans le secteur manufacturier, la montée en régime des systèmes électroniques de transaction, la polarisation de l'activité sur un nombre réduit de devises, l'internationalisation croissante des portefeuilles et la meilleure prise en compte par les gérants de la composante change dans leurs stratégies d'investissement.

2.1. Rationalisation et concentration dans le secteur bancaire

Le processus de concentration dans le monde bancaire a naturellement conduit à la disparition d'un grand nombre d'intervenants sur le marché interbancaire et à une plus forte concentration de celui-ci.

Au-delà de cette évolution générale, les banques ont mis en œuvre dans leur activité de marché, et en particulier sur le change, des stratégies de rationalisation et/ou de recherche de parts de marché.

Afin de redresser une rentabilité parfois compromise par l'intensité de la concurrence, se traduisant par une réduction des *spreads* (écart de cotation achat/vente), alors même que les risques et les coûts demeuraient élevés voire s'accroissaient (pics de volatilité, investissements en systèmes informatiques), les banques ont en effet été conduites à revoir leur organisation et à chercher à abaisser leurs coûts.

À cet effet, elles ont centralisé leurs opérations de négociation pour compte propre et de tenue de marché (*trading/market making*) sur une seule, ou au plus quelques places (généralement une par zone horaire), ne conservant sur les places « secondaires » que des cambistes clientèle chargés du suivi de la clientèle locale ou « régionale » (groupe de pays). Cette évolution a été grandement favorisée par l'efficacité croissante des systèmes de télécommunication.

Face à la hausse des coûts et à l'érosion des marges, les banques ont, par ailleurs, souvent été amenées à choisir entre un relatif désengagement (abandon des activités de *trading* et de *market-making* sur certains ou sur la totalité des produits change pour ne conserver que le service à une clientèle petite et moyenne) et, au contraire, une recherche d'économies d'échelle passant par la mise en œuvre de stratégies de conquête de parts de marché. Les économies d'échelle permettent, en effet, de conserver une rentabilité suffisante en abaissant le coût moyen des opérations (l'équipement d'une salle de marché et le traitement administratif des opérations génèrent essentiellement des coûts fixes). L'effet volume permet, par ailleurs, de compenser l'impossibilité d'augmenter le *spread* par la multiplication d'opérations à faible marge unitaire. De surcroît, une part de marché significative permet de mieux appréhender, en temps réel, ce qui se passe sur les marchés de change (quelles sont les stratégies, les anticipations des autres intervenants), ce qui peut représenter un avantage déterminant pour orienter les prises de positions pour compte propre et l'activité des tables de négociation pour compte propre (*proprietary desks*).

2.2. ...et dans le secteur non-financier

Le processus de concentration et de rationalisation observé dans la sphère bancaire a aussi concerné, sous des formes différentes, le monde de l'industrie et des services non financiers.

Là aussi, des fusions et acquisitions nombreuses ont été réalisées, notamment à la fin des années quatre-vingt-dix. Certaines opérations de F&A (*mega-deals*) ont pu alors ponctuellement gonfler l'activité sur les marchés de change. Cependant, il semble que l'impact direct de telles transactions a été souvent surestimé, dans la mesure où bon nombre d'entre elles n'ont pas donné lieu à des opérations de conversion de devises (financement par échange d'actions ou par emprunt en devises).

Globalement, l'impact de la concentration dans le secteur non financier, qui se traduit par une plus grande rationalisation dans la gestion de trésorerie et la couverture des risques de marché, a été sans aucun doute négatif pour l'activité change.

Les grandes sociétés multinationales ont, en effet, conduit de pair consolidation et centralisation des flux sur les opérations de change et de trésorerie : ainsi, désormais, les flux financiers de toutes les implantations et filiales d'un groupe sont redirigés sur un centre de gestion de trésorerie unique, qui assure la compensation des paiements et se charge de la couverture des risques de change et de taux. Cette façon de procéder a réduit considérablement le nombre d'opérations à effectuer dans le marché.

En Europe, l'avènement de l'euro a, de surcroît, favorisé cette évolution (seules jusque là une poignée d'entreprises utilisaient l'écu pour assurer la compensation des flux internes et comme instrument de couverture).

Dans le même temps, de nombreuses sociétés non financières ont renforcé le contrôle interne des risques de marché et adopté un comportement plus adverse au risque, renonçant souvent, du même coup, à faire de leur trésorerie un centre de profit autonome pour lui attribuer la seule, mais cruciale, responsabilité de la couverture des risques financiers encourus par le groupe. Cette évolution a été suscitée par les pertes lourdes, et parfois largement médiatisées, subies par quelques sociétés industrielles, au début des années quatre-vingt-dix. Ces quelques dérapages ont, en réaction, souvent poussé les directions générales à adopter ou à revenir à des stratégies plus conservatrices, clairement axées sur la couverture des risques. Ce mouvement vers une plus grande orthodoxie a, par ailleurs, été encouragé par la définition de nouvelles normes comptables pour l'enregistrement des opérations de marché. Ainsi, les normes IAS 39 (FAS 133 aux États-Unis, également applicables aux sociétés européennes cotées sur les bourses américaines) obligent les sociétés à documenter très précisément et de façon individualisée les opérations de couverture.

Au total, le phénomène de concentration et de rationalisation dans la banque et l'industrie permet d'expliquer la baisse de volume constatée dans les transactions interbancaires et dans les opérations banques/clients non financiers. La réduction du nombre d'acteurs et une meilleure organisation de ceux-ci a, en effet, permis d'adopter des schémas plus efficaces permettant de limiter le nombre d'opérations à effectuer. L'attitude souvent plus conservatrice des sociétés non financières et l'évolution des normes comptables internationales contribuent aussi à expliquer la réduction des volumes initiés par la clientèle, le regain de faveur observé sur le « terme sec » (outil de couverture pur) et, *a contrario*, la forte contraction observée sur les options de change.

2.3. Impact du développement de l'internationalisation des portefeuilles et attention croissante portée à la composante change par les gestionnaires d'actifs

L'examen des données BRI met en évidence une croissance forte et ininterrompue de l'activité entre banques et clientèle financière (fonds de pension, compagnies d'assurance, sociétés de gestion, *hedge funds*, etc.) : entre 1998 et 2001 seulement, ce segment de marché a enregistré une croissance en volume très forte (triplement). En conséquence, le chiffre d'affaires change réalisé par les gestionnaires d'actifs est désormais plus de deux fois supérieur à celui effectué par les sociétés non financières.

Cette évolution correspond, à la fois au rôle important qu'ont les fonds à effet de levier sur les marchés de change, mais aussi et surtout à l'internationalisation de plus en plus poussée des portefeuilles et à l'attention croissante que portent les gestionnaires d'actifs à la composante de change sur les résultats de leur gestion.

À la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, quelques grands *hedge funds* se sont imposés comme des acteurs majeurs des marchés de change ; plusieurs d'entre eux ont été amenés, par la suite, à réduire, voire arrêter, leur activité en raison de contre-performances financières. Depuis quelques années, on note cependant une nouvelle phase d'expansion de la « gestion alternative », se traduisant par la création de fonds à effet de levier de taille petite ou moyenne (quelques dizaines à quelques centaines de millions de dollars en gestion). Fréquemment actifs sur les marchés de change, ceux-ci fondent généralement leurs stratégies sur l'analyse technique et une approche systématique s'appuyant sur l'utilisation de modèles statistiques.

Parallèlement à ce renouveau des *hedge funds*, on assiste à une plus grande diversification internationale des portefeuilles et à une gestion plus discrétionnaire (et non plus seulement passive) du risque de change. Le change est alors, de plus en plus couramment considéré comme une classe d'actifs spécifique permettant, s'ils sont correctement gérés, de réaliser un meilleur arbitrage rendement-risque. La gestion de la composante change est parfois sous-traitée ou déléguée par les sociétés de gestion de portefeuilles à des gestionnaires spécialisés en interne ou en externe (*currency overlay managers*).

2.4. Polarisation de l'activité autour d'un nombre réduit de devises

Évolution de la structure par devises de l'activité (total 200 %)

| | 1992 | 1995 | 1998 | 2001 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Dollar des États-Unis | 82,0 | 83,3 | 87,3 | 90,4 |
| Euro | | | | 37,6 |
| Deutsche mark | 39,6 | 36,1 | 30,1 | |
| Monnaie du SME et écu | 55,2 | 59,7 | 52,5 | |
| Yen | 23,4 | 24,1 | 20,2 | 22,7 |
| Livre britannique | 13,6 | 9,4 | 11,0 | 13,2 |
| Franc suisse | 8,4 | 7,3 | 7,1 | 6,1 |
| Couronne suédoise | 1,3 | 0,6 | 0,4 | 2,6 |

NB : Le total de 200 %, au lieu de 100 %, s'explique par le fait que deux monnaies sont impliquées dans chaque transaction. Une transaction EUR/USD est ainsi comptée deux fois : une première fois parmi les transaction impliquant l'euro et une seconde fois parmi celles impliquant le dollar.

Source : BRI

L'introduction réussie de l'euro d'une part, et la mondialisation de l'économie d'autre part, ont contribué à renforcer la nature « polarisée » du système monétaire international autour de trois devises majeures, à savoir le dollar, l'euro et le yen.

En tant que tel, l'avènement de l'euro a été un facteur mécanique de contraction des volumes de transactions sur les marchés de change, dans la mesure où il a éliminé *ipso facto* l'ensemble des transactions *intra*-SME. Les estimations des professionnels de marché et les statistiques de la BRI se recourent pour estimer que la « consolidation » en une monnaie unique de 11, puis 12 monnaies (13, si l'on ajoute l'écu) a entraîné la disparition d'environ 6 % du chiffre d'affaires global. Mais, si l'on tient compte du fait que les transactions *intra*-SME avaient déjà diminué (du fait de la très grande stabilité des cours) avant le 1^{er} janvier 1999, on peut évaluer à plus de 10 % l'impact sur le marché de la création de l'euro.

Si la tendance à la polarisation est patente, elle est cependant quelque peu contrebattue par la timide montée en régime de quelques monnaies émergentes qui accèdent à une convertibilité limitée et, surtout, par un regain d'intérêt pour des monnaies « périphériques » comme le dollar canadien et la couronne suédoise. Ces monnaies et leur centre financier d'origine ont ainsi bénéficié des besoins de diversification accrus des gestionnaires de portefeuille.

2.5. La montée en régime des systèmes électroniques

Les systèmes de transaction électronique jouent, sur les marchés de change, un rôle croissant. Déjà dominants depuis plusieurs années sur le compartiment interbancaire du change au comptant, où les deux systèmes concurrents EBS et Reuters assurent, estime-t-on généralement, plus de 75 % des échanges interbancaires sur les principaux couples de devises, les systèmes de transaction électronique se développent sur d'autres segments des marchés de change avec un succès variable.

L'apparition des « courtiers électroniques » EBS et Reuters, au début des années quatre-vingt-dix, a représenté une innovation majeure et profondément structurante pour les marchés de change. De fait, ceux-ci sont passés insensiblement d'un schéma de marché de gré-à-gré, où les cotations étaient obtenues auprès de teneurs de marché (*market-makers*), à un schéma plus proche d'une bourse électronique, où les ordres d'achat et de vente sont appariés par le système.

Cependant, les courtiers électroniques n'ont pas réussi à s'imposer sur d'autres compartiments des marchés de change, où les produits sont moins parfaitement fongibles (change à terme, options), en raison de la multiplicité de leurs paramètres (échéance, prix d'exercice, volatilité, taux d'intérêt) et de l'existence d'un risque de contrepartie plus important.

L'utilisation de plates-formes Internet se développe, en revanche, assez rapidement dans les relations banques-clients (*business to consumers* (B2C)) sur le change au comptant.

Pour les banques, la mise en place de telles plates-formes représente, certes, un investissement de départ assez lourd, mais permet de faire des économies de coût de main d'œuvre (diminution du nombre de cambistes clientèle ou redéploiement de ceux-ci sur des opérations à plus forte valeur ajoutée).

Pour les clients, la gestion administrative des opérations peut être facilitée, dans la mesure où ces plates-formes proposent l'automatisation du traitement administratif des opérations (*straight-through-processing*). Des gains peuvent également être obtenus en termes de rapidité et de sécurité par rapport à des opérations négociées au téléphone. Si les plates-formes « propriétaires » n'ont connu qu'un succès assez limité, le potentiel de développement des plates-formes multi-banques (où plusieurs banques peuvent être contactées *via* un système unique, assurer des cotations à la demande et peuvent donc instantanément être mises en concurrence) apparaît plus important, ces plates-formes étant généralement plus appréciées des clients. Toutefois, si un début de consolidation a commencé à apparaître du côté de l'offre de systèmes, aucun véritable standard de marché ne s'est encore imposé et les quelques plates-formes existantes ne sont parvenues à capter qu'une proportion des transactions assez modeste (de l'ordre de 10 %), rencontrant l'essentiel de leurs succès sur les opérations de faible montant unitaire ; pour les opérations de plus grande taille, les clients souhaitent les conseils des spécialistes de leurs banques et une exécution plus personnalisée.

Globalement, les systèmes électroniques ont accru la transparence des marchés de change et simplifié le processus de découverte et de formation des prix. La baisse des volumes de transactions, qui en a mécaniquement résulté, ne traduit donc pas une dégradation de la liquidité des marchés de change mais simplement un mode différent d'organisation et de fonctionnement de ces marchés, à bien des égards plus efficace que celui qui prévalait jusqu'à la fin des années quatre-vingt.

3. Perspectives et conclusion

Les marchés de change ont enregistré des évolutions profondes au cours des dix à quinze dernières années, passant d'un mode de fonctionnement où les transactions « en direct » ou *via* courtier étaient dominantes à un autre, où les « courtiers électroniques » assurent la majeure partie des transactions. Parallèlement, le marché est passé d'une structure atomisée, proche du modèle de concurrence pure et parfaite, à une structure beaucoup plus concentrée, où quelques grandes banques « globales » voient passer une part importante des flux traités.

De la combinaison du processus de concentration et de rationalisation dans les banques et les entreprises non financières, d'une part, et de la montée en puissance du *trading* électronique, d'autre part, a résulté une baisse substantielle des volumes d'activité recensés sans que, cependant, une moindre liquidité du marché ait pu être mise en évidence.

Les évolutions enregistrées au cours des dernières années ont généralement été perçues positivement par les intervenants de marché : la transparence s'est accrue, alors même que la concurrence reste vive et se traduit par des marges étroites pour les teneurs de marché (*market-makers*).

Les changements structurels déjà largement engagés sont sans doute appelés à se poursuivre et à s'intensifier. Le processus de concentration dans le secteur bancaire est loin d'être achevé. La « polarisation » devrait se trouver naturellement accentuée à moyen terme par l'adhésion des « pays accédants » à la zone euro. En outre, les systèmes de transaction électroniques banques-clients, qui n'ont rencontré, jusqu'ici, qu'un succès limité, sont, selon toute vraisemblance, amenés à connaître un développement rapide. Enfin, le démarrage encourageant et la montée en régime de CLS ne peuvent que renforcer les tendances à la concentration déjà évoquées et l'évolution des marchés de change vers un modèle de fonctionnement proche d'une bourse ou d'un marché organisé.

Ces changements, en cours ou prévisibles, ne sont pas sans susciter quelques inquiétudes chez les professionnels et les observateurs de marchés : ne se rapproche-t-on pas d'une structure de marché oligopolistique, n'y a-t-il pas de risque d'assèchement de la liquidité autrefois entretenue par une multitude de teneurs de marché, n'est-on pas confronté, en raison de la prolifération de systèmes électroniques concurrents et de l'avènement de CLS, à un risque de segmentation du marché ? Ces questionnements sont légitimes, mais les risques ne doivent pas être surestimés : les mutations accomplies, comme celles qui se profilent, répondent à une recherche très légitime et opportune d'une plus grande efficacité. Sous réserve que les risques associés soient suffisamment maîtrisés, elles doivent être envisagées positivement.