

Réflexions sur les nouveaux instruments financiers

Autor(en): **Lévy, André**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **44 (1986)**

Heft 3

PDF erstellt am: **08.08.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-139424>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Réflexions sur les nouveaux instruments financiers

André Lévy,
administrateur-délégué,
Compagnie financière Tradition, Lausanne

Cet exposé est divisé en trois parties: la première traitera de l'avenir des banques d'investissements («merchant banks») d'ici l'an 2000; la seconde analysera les nouveaux instruments qui sont apparus sur les marchés financiers, tandis que la troisième examinera quelques-unes des innovations qui ont été introduites sur le marché des capitaux.

1. L'AVENIR DES BANQUES D'INVESTISSEMENT

Il convient de constater d'abord que le monde financier est en évolution, peut-être même — sans s'en rendre compte — en révolution. Sa transformation est due au fait qu'actuellement il repose sur un terrain très mouvant, sur la grande flexibilité des taux de change et celle des taux d'intérêt qui sont ses deux données de base. Toutes deux étaient au moment du régime des taux fixes — relativement stables. Depuis que le système des taux de changes flottants a été introduit, elles sont soumises à des fluctuations beaucoup plus importantes. Les fluctuations des taux de changes provoquent celles des taux d'intérêt, créant dans les entreprises et les institutions un niveau de risque élevé. La banque qui suit l'évolution des dossiers de sa clientèle doit donc mettre à sa disposition les moyens qui lui permettent de s'adapter aux circonstances modernes. Cette adaptation provoque la transformation du monde financier, qui a d'ailleurs commencé. L'avenir verra trois catégories de banques qui offriront chacune des services différents. La première — et elle aura sa place — restera très traditionnelle. La seconde, tout en conservant les opérations classiques, participera à celles de demain. Enfin, celle de l'an 2000 sera essentiellement axée sur ces dernières. C'est de cette banque future dont je voudrais parler ici.

Pour elle, les opérations de guichet perdront leur importance. Elle n'offrira pas de facilités de crédit ou d'escompe à ses clients, mais deviendra plutôt leur conseillère. Elle mettra à disposition des équipes de spécialistes qui préconiseront le meilleur système d'emprunt ou des méthodes adéquates qui assureront la rentabilité la plus élevée des disponibilités de leurs clients. La distribution la plus rationnelle des besoins et des ressources sera leur «leitmotiv». Comme dans la plupart des marchés financiers, les règles concernant l'emprunt et l'investissement se libéralisent; elles devront constamment s'adapter à l'abolition des frontières imposées par les contrôles de changes et des systèmes d'impôts désuets dans un monde financier qui ne peut être qu'international.

Il va de soi que ce n'est pas en un jour que les banques vont modifier le contenu des services qu'elles rendent. Toutefois, je crois que l'évolution va s'accélérer. J'en prends pour

preuve que les banques centrales, sous l'impulsion de la Banque d'Angleterre¹, étudient de très près les changements en cours. Elles s'inquiètent de constater que les bilans conventionnels ne permettent plus d'identifier la totalité des risques encourus, en raison de l'extension des opérations hors-bilan. On peut s'attendre dès lors à ce que de nouvelles règles soient promulguées. La communauté bancaire doit toutefois considérer cette éventualité de manière positive, car elle a tout intérêt à ce que certaines disciplines facilitent un fonctionnement bien ordonné des marchés. La prudence manifestée par les banques centrales ne saurait être interprétée comme une attitude négative face aux processus de libéralisation de ces marchés. Preuve en est donnée par le comportement des autorités monétaires françaises, lesquelles poursuivent depuis quelques années une politique beaucoup plus libérale dans ce domaine. Il en va de même du côté de la Bundesbank allemande, bien qu'à un rythme un peu moins rapide.

Dès le moment où l'on prend conscience de cette évolution, il convient d'en dégager non seulement une nouvelle doctrine, mais aussi de définir les moyens de l'appliquer. Cela implique la création d'instruments adéquats. Il faut du même coup faire un pas de plus et lier ces derniers à l'*arbitrage*. Or, la définition de celui-ci a beaucoup changé au cours de ces dernières années. Dans le passé, l'arbitrage consistait à chercher une disparité de prix entre deux places différentes pour le même produit, puis à en tirer avantage en l'achetant sur une place pour le revendre sur une autre. Actuellement, cela n'est pratiquement plus possible, car les moyens de communication, devenus très rapides, n'offrent plus d'opportunités que durant quelques minutes. L'arbitrage consiste désormais à rechercher par des opérations complexes le bénéfice à l'intérieur d'une gamme de produits, et non plus d'un seul, sur un ou plusieurs marchés. Il incite, en voie de conséquence, les institutions à participer à tous ceux-ci. Nationaux ou internationaux, certains d'entre eux sont organisés dans le cadre d'une bourse, d'autres, comme l'interbancaire, offrent des possibilités qui ne laissent qu'un risque résiduel.

L'arbitrage d'aujourd'hui a aussi, comme autre objectif, de limiter le risque au degré désiré. Il y a quelques années, les instruments à disposition étaient en nombre limité. Au moment où une opération se faisait, le risque était connu, pris... ou refusé. Il était très difficile d'y apporter un correctif en cours d'exécution, cela n'étant généralement pas nécessaire. Les conditions actuelles, par contre, doivent offrir la faculté de changer d'avis et de transformer le risque sur lequel la décision s'est appuyée: en effet, comme les autorités monétaires de plusieurs pays industrialisés combattent l'inflation par le contrôle de la masse monétaire, les fluctuations des taux d'intérêt sont plus rapides et plus importantes. Grâce à la diversité des instruments offerts, il est possible actuellement de modifier l'opération. La notion et le degré du risque peuvent être mesurés et adaptés constamment.

J'illustrerai le fait par une image: il y a dix ans, on ouvrait ou fermait le robinet du risque. Quand il coulait, le flot était toujours du même volume; aujourd'hui, la possibilité existe de serrer ou de desserrer ce robinet, afin que le débit soit plus ou moins dense. Il y a donc constamment maîtrise de la quantité. C'est l'élément fondamental de l'évolution que nous vivons. Cette possibilité d'intervention à tout moment découle des marchés qui sont organisés de façon à fonctionner 24 heures sur 24. Relevons, enfin, que tous ces produits sont *hors*

¹ Cf. C. W. McMahon: «La gestion du changement dans le domaine des activités bancaires internationales — Observations d'un dirigeant de banque centrale», *Revue économique et sociale*, décembre 1985.

bilan et offrent donc un avantage supplémentaire au banquier. Dans le passé, son rôle consistait à être un intermédiaire; il prélevait de l'argent sous forme de dépôts et le reprêtait en prenant à sa charge le risque du crédit. Celui-ci, par définition, est basé sur la confiance. Or, depuis quelques années, les crises vécues ont rendu les banques très sensibles à l'accroissement du facteur risque, ce qui les a incitées à plus de prudence dans le choix des emprunteurs, alors que simultanément les plus importants de ces derniers trouvaient le moyen d'avoir un accès direct au financement sans passer par le banquier. Le grand emprunteur a actuellement une connaissance beaucoup plus étendue des moyens dont il dispose. Le mythe de sa soumission à son banquier traditionnel disparaît. Il sait que ce dernier a tout autant besoin de lui que lui du banquier. La banque d'affaires — qui deviendra celle de l'an 2000 — a, pour sa part, compris le message. Traditionnellement, elle dialoguait avec un emprunteur et modelait sa proposition, organisant l'émission à des conditions qui différaient selon la qualité du débiteur. Elle ne garantissait pas le taux, précisant qu'il serait fixé le jour où serait lancée l'opération. Au cours des dernières années, une évolution s'est opérée. L'emprunteur a décidé que le service était insuffisant et a demandé que la banque s'engage au moment où la cotation était faite. La banque d'affaires prenait dès lors un risque supplémentaire, même s'il était limité dans le temps. Pour avoir du succès, elle a dû s'adapter à cette nouvelle méthode. Depuis 1982, il existe aux USA une pratique utilisée par les grandes entreprises qui demandent à diverses banques des offres fermes pour les emprunts qu'elles désirent émettre. Ces banques ne forment pas des syndicats, mais achètent toute l'émission, s'efforçant de la revendre par la suite le plus rapidement possible. Cette procédure devrait se développer. D'autre part, du côté du prêteur traditionnel, une volonté de se placer directement en face de l'emprunteur se manifeste. La conjugaison de ces éléments devrait inciter la banque à adapter sa fonction à cette nouvelle réalité. Or, comme tout le monde le sait, le soleil financier se lève outre-Atlantique. Les procédures du nouveau continent sont contagieuses et l'Europe, avec retard, les suit toujours. L'avenir reste donc aux nouvelles méthodes «made in USA». C'est ainsi que la notion «commissions» qui en découle est la formule qui retient actuellement l'attention des banques. Elle a l'avantage de diminuer le risque puisqu'il est très vite transmis. En effet, le rôle de la banque se limitera à la prise ferme et à la distribution d'un emprunt, qu'il soit sous forme obligataire ou autre. La banque mettra ainsi pratiquement en contact direct, avec un décalage de temps il est vrai, bailleur et emprunteur. L'influence sur son bilan ne sera que passagère, offrant un effet apaisant sur le compte pertes et profits.

2. LES NOUVEAUX INSTRUMENTS FINANCIERS

Voyons maintenant quelles sont les gammes de produits qui vont sans aucun doute se développer sur les marchés au cours des prochaines années. Parmi ceux-ci, signalons en premier lieu les «Options de change» («Currency options»), qui résultent de la nécessité de parer aux fluctuations des cours et qui sont encore assez mal comprises bien qu'elles sont destinées à compléter ou à remplacer les opérations à terme («Forward transactions»). Les options sont flexibles et leur but est de couvrir le risque. Reprenant l'image dépeinte plus haut, les options permettent de fermer le robinet ou de le réouvrir si le risque devient à nouveau acceptable. Les commentaires qui suivent devraient faciliter la compréhension de cet instrument.

Une option de change est le droit d'acheter («call») ou de vendre («put») un certain montant d'une monnaie contre une autre, à un taux de change spécifié («strike price»), jusqu'à une date déterminée. Les options de change peuvent être achetées ou vendues. Les acheteurs d'options veulent soit obtenir une protection contre des fluctuations défavorables des changes, soit équilibrer la gestion de leurs positions en devises. Les vendeurs («writers») bénéficient de la prime payée par les acheteurs en considération des risques assumés par les vendeurs si l'option est exercée ou des coûts engagés pour couvrir le risque («hedging»). D'autres stratégies sont possibles avec les options.

Les options de change peuvent être traitées en format standard, comme c'est le cas à la «Philadelphia Options Exchange», à la «Chicago Mercantile Exchange» et à d'autres bourses. Elles peuvent aussi être taillées sur mesure et sont alors appelées options hors bourse («over-the-counter options») ou encore options interbancaires («interbank options»); elles relèvent d'un marché flexible, qui s'auto-adapte constamment et où tous les types d'options de change sont possibles, pour d'importantes sommes, dans une grande variété de monnaie.

Les options de change sont un instrument spécifique qui ne peut pas être confondu avec les autres contrats de change, qu'ils soient au comptant («spot»), ou à terme («forward»). Les options sont des contrats optionnels, tandis que les autres sont fermes. L'acheteur de l'option souscrit en quelque sorte à une police d'assurances. Le vendeur, quant à lui, bénéficie d'une prime en contrepartie du droit qu'il cède à l'autre partie; il s'oblige à honorer le droit de l'acheteur dès l'instant où ce dernier tient à l'exercer. Cela ne se passera naturellement que si le marché évolue en faveur de l'acheteur. Les options interbancaires, qui sont encore récentes, ont retenu tout particulièrement l'intérêt des responsables financiers d'entreprises.

Les produits qui sont apparus depuis peu sur les marchés sont très souvent complémentaires les uns avec les autres, comme ils le sont aussi avec ceux utilisés sur le marché monétaire («cash market»). Le FRA (future rate agreement ou contrat sur taux d'intérêt futur) doit être mentionné tout spécialement, car il pourrait marquer un tournant dans l'arbitrage de taux d'intérêt. Cet instrument, dans sa définition la plus simple, permet à une banque de se protéger contre des fluctuations futures, vers le haut ou vers le bas des taux d'intérêt pour une période et un montant donnés, et cela sans qu'il y ait prêt ou dépôt. Ceci est obtenu par un accord avec une autre banque portant sur un taux d'intérêt futur et se concrétise par le paiement ou l'encaissement de la différence d'intérêt entre le taux convenu et le LIBOR («London interbank borrowing rate») tel qu'il était coté au début de la période retenue. Le contrat FRA a été conçu à l'origine pour le dollar américain, mais est également utilisé pour d'autres monnaies.

Les contrats FRA offrent une solution alternative aux «financial futures», dont les procédures complexes ne peuvent pas être abordées ici; une chose est certaine, ces contrats réduisent considérablement la paperasserie tout en permettant d'atteindre les mêmes objectifs. Finalement, le contrat FRA élimine une part importante du risque de crédit. La banque n'a pas besoin d'inscrire dans ses livres une ligne de crédit pour le principal et l'intérêt; son risque ne porte que sur la variation du taux d'intérêt. Sur un contrat FRA de \$ 10 millions, d'une durée de six mois, le risque de crédit pouvant découler d'une variation de 1 % du taux d'intérêt ne se montera qu'à 1/2 % de \$ 10 millions, soit \$ 50 000.

Les avantages du contrat FRA ont été largement reconnus et ne sont pas remis en question aujourd'hui. Il existe en simultanéité avec les transactions classiques d'arbitrage en trésorerie et répond à deux besoins : d'abord, ainsi que cela a déjà été mentionné, il permet aux banques de ne pas multiplier leurs engagements réciproques, d'où une diminution des risques, et, en second lieu, il libère les banques de l'obligation de constituer des réserves pour toutes les transactions qui apparaissent dans leurs bilans. Les transactions interbancaires, qui avaient à l'origine pour objectif de satisfaire les besoins de liquidité, se sont transformées en opérations d'arbitrage. Le marché international de l'eurodollar a pris une telle ampleur que les marges en ont été considérablement réduites. Le volume des échanges a dû être multiplié plusieurs fois afin de compenser la baisse des marges. Au début, la notion de risque était relativement secondaire du fait que seules les banques participaient au marché. Mais plusieurs crises de confiance intervenues en matière de crédits ont rendu les banques beaucoup plus prudentes et elles ont naturellement recherché des instruments de substitution. Le contrat FRA était la réponse puisqu'en l'utilisant la banque paie ou encaisse une différence d'intérêt égale à celle d'une opération de dépôt, sans l'inconvénient de l'inflation de son bilan.

Toujours dans l'optique de l'arbitrage et de la couverture des risques, un autre instrument à mentionner est le «SWAP». Comme il y a beaucoup de confusions à son propos, quelques éclaircissements peuvent être utiles ici.

La modalité la plus employée est le «swap» sur taux d'intérêt («interest rate swap»). On le définit comme un accord entre deux institutions qui s'engagent mutuellement à se verser périodiquement des intérêts l'une à l'autre sur la base d'une échéance et d'un montant déterminés lors de la conclusion du contrat. L'une d'elles s'oblige à verser un taux d'intérêt fixe prédéterminé et l'autre un taux d'intérêt flottant fondé sur un indice du marché monétaire, tel que le LIBOR à six mois. En réalité, ce n'est que la différence entre les deux taux qui est réglée. C'est surtout le dollar américain qui est traité, mais les principes peuvent s'appliquer à d'autres monnaies.

Le second type est le «swap» de taux d'intérêt et de taux de change («Interest rate and currency swap»), qui revêt l'une ou l'autre des formes suivantes :

- 1) Un taux fixe dans une monnaie contre un taux fixe dans une autre ; par exemple 7 ans DM à 6% contre 7 ans ECU à 8%.
- 2) Taux fixe dans une monnaie contre un taux flottant dans une autre (généralement le \$ américain à 6 mois au LIBOR) ; par exemple 10 ans Fr. suisses à 5 1/2% contre 6 mois US\$ au LIBOR.
- 3) Taux flottant dans une monnaie contre taux flottant dans une autre ; par exemple 5 ans US\$ à 6 mois US\$ au LIBOR contre 5 ans DM à 6 mois au DM LIBOR.

Un «swap» de change exige évidemment une entente sur le cours du change au comptant afin de déterminer le capital de référence des monnaies en cause. Un échange de capital à la date initiale n'est pas obligatoire à moins qu'il ne résulte de la négociation ; en revanche, cet échange doit intervenir à l'échéance au cours du comptant fixé à l'origine.

3. MUTATIONS SUR LE MARCHÉ DES CAPITAUX

Il est maintenant temps de présenter quelques remarques sur le marché des capitaux. Lors des fortes hausses du prix du pétrole, la plupart des pays de l'OPEC ont placé leurs surplus de fonds auprès des banques. Ces dernières, afin d'investir ces dépôts, ont participé activement au marché des eurocrédits. Les eurocrédits ont fait leur apparition durant les années 50, mais ce n'est qu'à partir des années 70 que leur croissance s'est envolée. Malheureusement, les prêteurs se sont montrés plus préoccupés de réaliser des bénéfices que de s'assurer de la capacité des emprunteurs de rembourser les prêts. Comme il n'y avait aucun contrôle sur les transactions des syndicats bancaires, ces opérations ont atteint un niveau excessif. Aussi, durant ces dernières années, les banques ont été confrontées à un grand nombre de débiteurs qui ne pouvaient plus faire face à leurs engagements. D'où une intense activité de «renégociation» («re-scheduling») de ces crédits. Du même coup, les eurocrédits perdirent de leur attrait pour les banques prêteuses. C'est là l'une des principales raisons pour lesquelles des instruments nouveaux ont été introduits sur les marchés à moyen et à long termes.

L'un de ces instruments est la «note à taux flottant» («floating rate note»). Quand elles sont «perpétuelles», elles sont très appréciées des banques anglaises car elles sont considérées quasiment comme des fonds propres («primary capital»). En cas de faillite, les titulaires de ces notes sont catalogués en dernier rang des créanciers, juste avant les actionnaires. Bien que le rendement de ces notes soit généreux, on peut se demander si cette rétribution vaut la peine étant donné le risque assumé par les détenteurs de ce titre. Cette formule n'a de sens que si l'investisseur est persuadé de la bonne qualité de l'emprunteur et qu'il est disposé à être assimilé à un actionnaire. La pratique des banques anglaises d'émettre de telles notes pourrait avoir de fâcheuses conséquences. Rien qu'en mai 1985, quatre d'entre elles ont procédé à de telles émissions, pour un montant de quelque 3 milliards de dollars. Théoriquement, cela signifie qu'elles pourraient accroître leurs actifs d'environ 54 milliards de dollars; ce faisant, elles remettent en cause les intentions de la Banque d'Angleterre lorsque celle-ci étendit son concept des fonds propres jusqu'à y inclure les notes perpétuelles. Le service en intérêts de ces notes peut être fort coûteux et influencer négativement les profits des banques si elles ne sont pas en mesure d'utiliser les fonds correspondants à un taux plus rémunérateur. Les notes ou obligations perpétuelles doivent donc être étudiées avec soin avant qu'un investisseur ne décide de les acquérir.

Il faut s'attendre à ce que les emprunteurs imaginent des instruments encore plus sophistiqués à l'avenir afin de se procurer des capitaux et d'en réduire le coût. Par exemple, une banque a décidé, bien qu'ayant contracté des paiements d'intérêt sur base du Libor à 6 mois, de réviser mensuellement le taux d'intérêt et, en cas de hausse, d'en faire partiellement bénéficier le prêteur. Celui-ci, étant protégé, pouvait se refinancer pour des périodes successives de 1 mois, avec donc une marge de bénéfice plus généreuse.

Reste à voir si toutes ces variétés d'instruments ne vont pas finalement susciter la confusion dans l'esprit des investisseurs.

Une autre idée, qui a rencontré beaucoup de faveur, est celle de l'«intérêt plafond» («interest cap») pour les émissions à taux flottants. Pour ces valeurs, le taux d'intérêt payable

par le débiteur ne peut pas dépasser une limite maximale. Pour persuader les investisseurs d'accepter ces emprunts, qui peuvent réduire leur rendement, les émetteurs doivent offrir un taux d'intérêt d' $\frac{1}{4}$ % environ plus élevé que s'ils avaient lancé des titres à taux d'intérêt flottant sans «cap». Les caps peuvent être vendus séparément. Il existe un marché OTC à cet effet. Lors de la vente d'un «cap», le vendeur promet simplement à l'acheteur, qu'à chaque fois que le taux relatif à l'émission dépasse le «cap», il lui versera la différence entre ce taux et le «cap». Selon l'échéance et le taux, le prix du «cap» varie entre 3 et 5% du montant de l'émission. La plupart des émetteurs de ces titres se trouvent en Europe, ce qui est compréhensible étant donné que le marché des notes à taux flottants y est beaucoup plus vaste qu'aux Etats-Unis.

Un autre type d'obligations, qui s'est popularisé récemment, est basé sur l'ECU («European Currency Unit»), qui peut être considéré comme la contrepartie européenne du dollar. L'ECU est un panier de monnaies, essentiellement celles des pays de la Communauté économique européenne. Il retient l'attention des investisseurs car son rendement est élevé. Le panier est composé de monnaies faibles et fortes (comme le DM), ce qui compense les risques. De plus, les gouvernements européens, désireux de voir ce marché prendre de l'importance et devenir une source de liquidité le favorisent. Le marché de l'ECU est passé par une phase de consolidation, mais les nouvelles émissions ne manquent pas. Il faut citer aussi l'obligation à double monnaies («dual-currency bond issue») qui est apparue il y a quelques années et qui n'est pas sans mérite. Les premières émissions furent lancées avec succès sur le marché étranger du franc suisse, mais la formule s'étend maintenant à d'autres monnaies. Bien que des modalités variées puissent être envisagées, le mécanisme de base de ces émissions est toujours le même. Sur le marché suisse, l'échéance est au minimum à huit ans; le cours d'émission est fixé en francs suisses alors que le remboursement est prévu en dollars (par exemple, pour un nominal de Fr. 5000.— on choisit un taux de conversion prenant en considération le cours du dollar à terme). Lors du remboursement de l'obligation, l'investisseur reçoit donc un montant en dollars au cours fixé lors de l'émission; si entre temps le cours du dollar s'est apprécié, il réalisera un profit, mais une perte dans l'hypothèse inverse. Cet instrument est en fait une obligation en dollars qui donne droit à des intérêts en francs suisses. L'investisseur n'est donc protégé contre une baisse du dollar que pour l'intérêt et pas pour le principal. En compensation de ce risque, le taux d'intérêt est plus élevé que dans le cas d'une émission libellée entièrement en francs suisses; à l'inverse, le taux est plus bas que celui d'une émission exprimée uniquement en dollars. L'avenir dira si les investisseurs ont bien évalué les risques d'un tel placement.

Les émissions en euro-notes ont suscité beaucoup d'enthousiasme. Elles ont atteint pour les premiers mois de 1985 un montant comparable à celui pour l'ensemble de 1984. (Emissions: \$ 17 milliards). Même si une partie de ce montant représente la consolidation d'anciennes lignes de crédit, il n'en reste pas moins que la formule peut être considérée maintenant comme un élément permanent de la scène financière internationale. Les emprunteurs sont surtout originaires des Etats-Unis, de l'Australie, de la Grande-Bretagne et de la Suède. Cette facilité donne la possibilité aux emprunteurs de refinancer d'anciennes dettes à un coût plus bas. Depuis peu sont apparus les programmes de Euro Commercial Paper pour des échéances à court terme, nouvelle version des Euro-notes. Leur développement s'annonce considérable.

Il faut noter que les NIFs (note issuance facilities) et les RUFs (revolving underwriting facilities) ont perdu beaucoup de leur importance au cours des derniers mois. Le Commercial Paper joue un rôle de remplaçant.

Une autre manière de prélever des fonds sur le marché des capitaux est l'obligation à «coupon-zéro» («zero-coupon issues»). Le système consiste à capitaliser l'intérêt au taux du jour de l'émission et à l'ajouter au montant à rembourser à l'échéance, ce qui élimine le versement périodique d'intérêts. Dans plusieurs pays, cette formule s'est révélée avantageuse pour le détenteur sur le plan fiscal. Depuis lors, toutefois, les administrations des impôts ont cherché les moyens de remédier à cette lacune.

En conclusion, on constate que tant les marchés monétaires que les marchés des capitaux sont entrés dans une phase très évolutive. Comme ils demeureront très flexibles, de nouveaux instruments seront créés pour répondre aux nouveaux besoins. Si l'imagination joue un rôle éminent, il convient toutefois de faire preuve de prudence, et cela à deux niveaux. Au premier chef, il faut que ceux qui traitent ces nouveaux produits les maîtrisent parfaitement. Il y a peu de spécialistes qui en saisissent toutes les caractéristiques et des personnes inexpérimentées risquent de s'y brûler les doigts. En second lieu, la liquidité du marché de ces produits n'étant pas encore suffisante, il importe que la communauté financière gère correctement leur croissance, afin d'éviter les encombrements et les confusions.